

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Ocenění finanční instituce
Financial Institution Valuation

Student: Petra Nábělková

Vedoucí diplomové práce: Ing. Miroslav Čulík, Ph.D.

Ostrava 2008

MÍSTOPŘÍSEŽNÉ PROHLÁŠENÍ

Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci příloh vypracovala samostatně.

23. dubna 2008

.....

Petra Nábělková

Obsah

Úvod	3
1 Teoretické základy oceňování	4
1.1 Finanční instituce.....	6
1.1.1 Charakteristika finančních institucí.....	6
1.1.2 Finanční zprostředkovatelé	7
1.1.2.1 Komerční banky.....	8
1.1.2.2 Spořitelní a úvěrová družstva	10
1.1.2.3 Investiční společnosti a fondy	12
1.1.2.4 Penzijní fondy	13
1.1.2.5 Pojišťovny	15
1.1.2.6 Leasingové společnosti.....	17
1.2 Pojetí hodnoty	18
1.2.1 Nestandardizované pojetí hodnoty.....	19
1.2.2 Principy teorie oceňování.....	20
2 Popis metod oceňování firmy.....	21
2.1 Postup při oceňování.....	21
2.1.1 Strategická analýza.....	23
2.1.1.1 Analýza relevantního trhu a jeho prognóza.....	23
2.1.1.2 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku	24
2.1.2 Finanční analýza	25
2.1.2.1 Analýza rentability.....	26
2.1.2.2 Analýza likvidity	27
2.1.2.3 Analýza zadluženosti	28
2.1.3 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.....	29
2.1.4 Analýza a prognóza generátorů hodnoty	30
2.1.5 Finanční plán	31
2.2 Metody používané pro oceňování podniku.....	32
2.2.1 Výnosové metody	32
2.2.1.1 Metoda diskontovaného cash flow (DCF)	33
2.2.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých zisků	37
2.2.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).....	39
2.2.2 Majetkové metody	41
2.2.3 Metody založené na tržním srovnáním	42
3 Aplikace vybraných metod při ocenění finanční instituce	44
3.1 Fio, družstevní záložna.....	44
3.2 Strategická analýza.....	45
3.2.1 Vymezení relevantního trhu	46
3.2.2 Prognóza relevantního trhu.....	49
3.2.3 Analýza konkurenční síly	50
3.3 Finanční analýza	51
3.4 Finanční plán.....	55
3.4.1 Plán aktiv	56
3.4.2 Plán pasiv	57

3.4.3	Plán výkazu zisků a ztrát	58
3.5	Ocenění Fio, družstevní záložny	60
3.5.1	1. varianta metoda diskontovaných cash flow.....	60
3.5.2	2. varianta metody diskontovaných cash flow.....	61
3.5.3	Metoda kapitalizovaných čistých zisků.....	62
3.5.3.1	<i>Paušální metoda</i>	62
3.5.3.2	<i>Analytická metoda</i>	63
3.5.4	Porovnání výsledků.....	64
Závěr.....		66
Seznam použité literatury		67

Úvod

V devadesátých letech se při transformaci české ekonomiky z direktivně řízené na tržní a změně vlastnických vztahů začal objevovat problém, jak správně stanovit hodnotu podniku. Ta je důležitá jak pro investory a vlastníky, tak pro věřitele. I když už byla většina státního majetku zprivatizována, často dochází k procesu koncentrace kapitálu, a proto má problematika oceňování pořád svou důležitost. Ve všech transformujících se ekonomikách ale narážíme na několik problémů spojených s oceňováním, které jsou spojeny jednak s nedostatkem zkušeností v této oblasti, jedna s nedostatkem dat. Základními problémy je sestavení finančního plánu a stanovení diskontní míry.

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty vybrané finanční instituce pomocí vybraných metod a následné porovnání výsledků jednotlivých metod. Předmětem hodnocení je družstevní záložna Fio se sídlem v Praze.

Diplomová práce je členěna do tří základních kapitol. První dvě se věnují problematice oceňování teoreticky a třetí kapitola je věnována praktické aplikaci metod ocenění.

První kapitola obsahuje charakteristiku jednotlivých druhů finančních institucí a zabývá se také vysvětlením pojmu hodnota.

Druhá kapitola popisuje postup oceňování, kdy jsou vysvětleny jednotlivé kroky tohoto procesu a charakteristika jednotlivých metod oceňování, jejich předpoklady a možnosti použití.

Ve třetí kapitole je provedeno ocenění vybrané družstevní záložny pomocí čtyř metod. Byly vybrány dvě metody diskontovaných peněžních toků a dvě metody kapitalizovaných čistých zisků. Na závěr jsou výsledky jednotlivých metod porovnány.

1 Teoretické základy oceňování

Účelem ocenění podniku je stanovení jeho hodnoty, kdy se zabýváme podnikem jako zbožím určeným ke směně. Výsledkem ocenění je tedy přiřazení určité hodnoty podniku.

Hlavním cílem podniků v minulosti bylo uspokojovat potřeby národního hospodářství v odvětví, které mu bylo direktivně určeno. Tato povinnost dnes již neplatí. Základním úkolem podniku je zvyšování jeho tržní hodnoty.

Ocenění tedy poskytuje klientům odpovědi na otázky týkající se hodnoty jejich majetku a zároveň je to služba, kterou si zákazník objednává a přináší mu nějaký užitek. Tento užitek se liší podle potřeb objednatele a také cílů, kvůli kterým k ocenění dochází. Důvody pro ocenění podniků mohou být různorodé.

Kromě oceňování podniku vzniká také potřeba oceňování finančních institucí. Jedná se o specifickou oblast, která ještě není detailně prozkoumána. V současné době se připravují české oceňovací standardy a v praxi se objevují požadavky na zpracování praktického postupu při oceňování těchto institucí. Ani mezinárodní a evropské oceňovací standardy tuto problematiku neřeší komplexně a zabývají se spíše obecnými postupy pro oceňování podnikatelských subjektů nebo jen oceňováním některých částí majetku finančních institucí, např. cenných papírů apod.

Ocenění finanční instituce provádíme při její koupi nebo prodeji, při vstupu nových společníků, při fúzích a akvizicích, při změně právní formy, při uvedení společnosti na burzu, při poskytování úvěru, při sanaci, likvidaci, konkurzu nebo pro srovnání tržní hodnoty akcií na burze a vnitřní hodnoty dané finanční instituce. Dalším významným faktorem, který ovlivňuje způsob ocenění je to, zda potřebujeme ocenit finanční instituci jako celek nebo pouze některé složky majetku pro daňové nebo účetní účely.

Pokud je účelem ocenění finanční instituce akvizice, je vhodné ocenit ji „samu o sobě“, tzn. jako kdyby pokračovala ve fungování jako samostatný celek na principu going-concern, tj. věčného trvání, a pak provést ocenění

podle konkrétních záměrů, kterých má být dosaženo fúzí s jinou institucí. Při porovnání obou hodnot získáme synergický efekt. Ten může dohromady s hodnotou samostatně fungujícího celku může tvořit horní hranici ceny.

Je třeba zdůraznit, že při oceňování jakýchkoli podnikatelských subjektů bude výsledek vždy subjektivní záležitostí jednotlivých znalců. Zejména se bude lišit jejich pohled na tržní potenciál oceňovaných subjektů a na oceňování rizika. Také záměry, které má subjekt s oceňovanou finanční institucí, ovlivňují výslednou hodnotu. Ale přesto by měla být stanovená hodnota určena v co největší míře na všeobecně uznávaných datech a měly by být dodrženy určité zásady a požadavky. Proto je nezbytné při každém ocenění vymezit, proč k němu došlo a o jako kategorii hodnoty se jedná.

Než se začneme věnovat samotnému oceňování, měli bychom si vymezit jak pojem podnik, tak finanční instituce. Podnik je definován podle obchodního zákoníku jako „soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“¹ Všechny tyto složky tvoří celek, který podniku umožňuje zabezpečovat činnost, pro kterou byl zřízen. Proto je při oceňování nutné brát všechny složky jako funkční celek a nelze je od sebe oddělovat.

Finanční instituce jsou charakteristické tím, že pracují alespoň určitou mírou s peněžními prostředky, poskytují finanční služby, investují peněžní prostředky, ať už své, či svých klientů, některé z nich poskytují úvěry. Dalším významným rysem je to, že ke svému podnikání využívají ve velké míře cizí peněžní prostředky, které mají svěřeny od klientů a v případě jejich zhodnocení se o výnosy s klienty dělí.

¹ § 5 odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoníku

1.1 Finanční instituce

Hlavním úkolem finančních institucí je poskytování úvěrů či přijímání vkladů a zprostředkování různých forem pojištění, zabývají se prodejem a nákupem cenných papírů, starají se o jejich emise nebo je jich hlavní náplní investování do nejrůznějších finančních instrumentů. Proto jsou nezbytnou částí finančního systému, jehož hlavní funkcí je zajišťování transakcí volných či potřebných peněžních prostředků.

1.1.1 Charakteristika finančních institucí

Finanční instituce neboli finanční zprostředkovatele lze rozdělit do tří skupin:

- depozitní instituce:
 - komerční banky,
 - spořitelny,
 - úvěrová družstva,
- smluvní spořitelní instituce:
 - společnosti pro životní pojištění,
 - penzijní fondy,
 - společnosti pro pojištění proti živelným pohromám,
- investiční zprostředkovatelé:
 - investiční fondy,
 - finanční instituce,
 - investiční společnosti.

Depozitní instituce neboli bankovní zprostředkovatelé fungují na principu přijímání vkladů od nejširší veřejnosti, přičemž jejich hlavním úkolem je schopnost z těchto vkladů kdykoli na požádání zajistit výplatu peněžních prostředků, následným poskytováním přijatých vkladů žadatelům o tyto prostředky. Bankovní

sektor tvoří ve své podstatě tzv. maloobchodní bankovníctví (poskytování služeb široké veřejnosti) a velkoobchodní bankovníctví (nabídka služeb podnikům, investičním společnostem). V poslední době dochází také k rozvoji investičního bankovníctví, takže se banky účastní také emisí cenných papírů nebo správy portfolií apod.

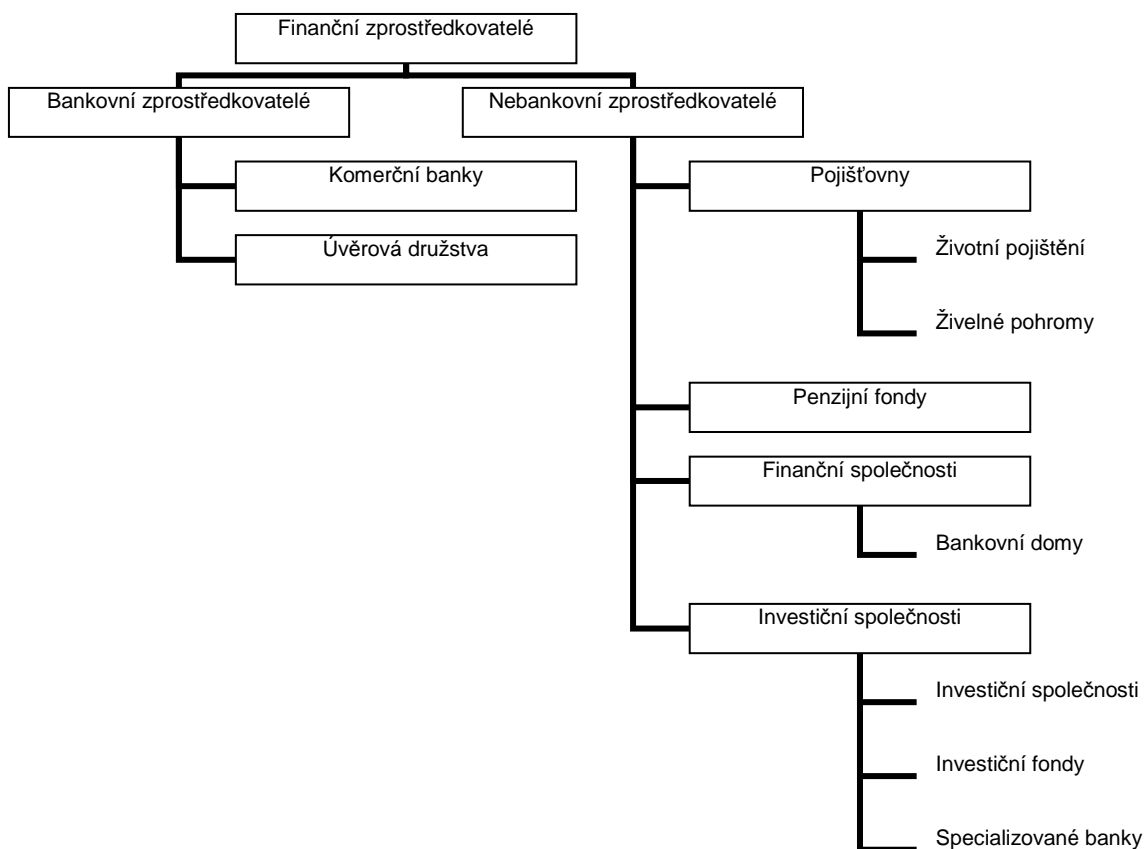
Smluvní instituce neboli nebankovní zprostředkovatelé nabízejí vkladatelům ochranu proti riziku, tzn. že zajišťují subjektům určitou „finanční jistotu“. Široká škála služeb, které jsou obvykle realizovány na principu portfoliového rozkladu rizika (spořitelny) a krytí případných ztrát větším souborem investorů (pojišťovny) zajišťují nejen následky nahodilých událostí, ale také příjmy v budoucnu. Do této kategorie patří také penzijní fondy, které spolu s pojišťovnami své prostředky dále investují v souladu s předpisy investují na kapitálových trzích.

Investiční společnosti a fondy poskytují služby drobným investorům, a to ve formě správy portfolií a finančního poradenství. Předmětem podnikání těchto společností je kolektivní investování. Investiční společnosti vytvářejí podílové fondy, do kterých získávají peněžní prostředky prodejem podílových listů, a tyto fondy dále obhospodařují.

1.1.2 Finanční zprostředkovatelé

Finanční zprostředkovatelé se dělí do dvou základních skupin, a to na bankovní a nebankovní. Podrobnější dělení je možno vidět na obrázku 1.1.

Obrázek 1.1: Rozdělení finančních zprostředkovatelů



Zdroj: J. Polách (2002)

1.1.2.1 Komerční banky

Banka je specifický podnikatelský subjekt. Je charakterizována jako druh finančního zprostředkovatele, jehož hlavním činností je zprostředkování pohybu finančních prostředků mezi jednotlivými ekonomickými subjekty. Komerční banky přijímají vklady a z nich na vlastní účet poskytují úvěry, tzn. že banka je podnikatelský subjekt, jehož hlavní náplní je přijímat vklady nebo jiné splatné peněžní prostředky do veřejnosti a poskytovat úvěry na jeho vlastní účet. V tržních ekonomikách mají banky tři hlavní funkce:

- finanční zprostředkování,
- emise bezhotovostních peněz,
- provádění bezhotovostního platebního styku.

Zákonem² jsou vymezeny podmínky, za kterých se může ekonomický subjekt stát bankou. Musí se jednat o právnické osoby se sídlem v České republice, které založí akciovou společnost. Tyto právnické osoby přijímají vklady od veřejnosti, poskytují úvěry a mají povolení působit jako banka. Banky mohou kromě výše uvedených činností vykonávat další činnosti jako:

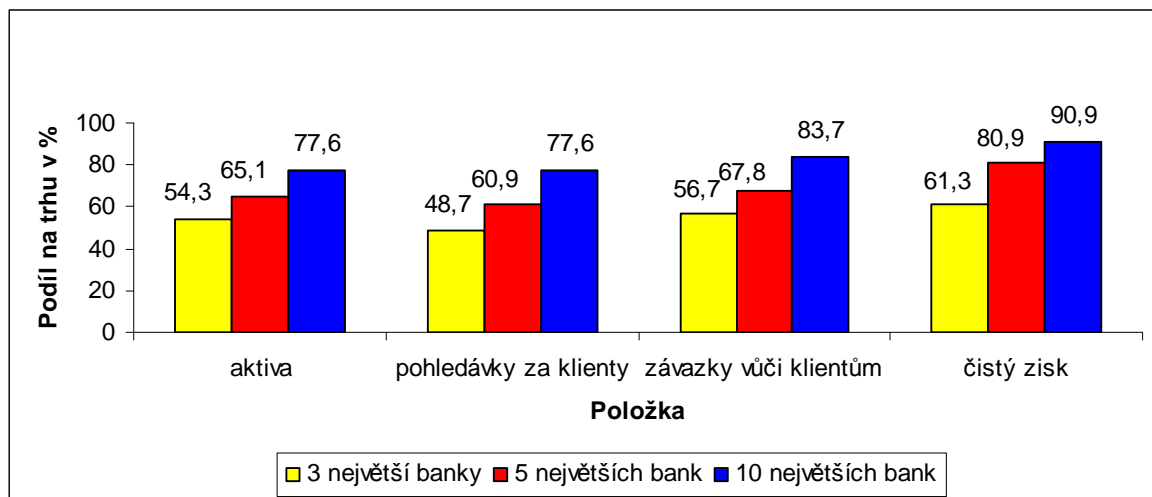
- finanční leasing,
- služby platebního styku,
- vydávání a provozování platebních instrumentů,
- poskytování záruk a závazků,
- obchodování na vlastní účet nebo na účet klienta s:
 - instrumenty peněžního trhu (šeky, směnky),
 - devizami,
 - finančními termínovými a opčními kontrakty,
 - měnovými a úrokovými instrumenty,
 - převoditelnými cennými papíry,
- primární emise akcií a poskytování souvisejících služeb,
- poradenství podnikům ohledně kapitálové struktury, průmyslové strategie a služby týkající se fúzí a akvizic,
- peněžní makléřství,
- správa portfolia cenných papírů a poradenství v této oblasti,
- úschova a správa cenných papírů,
- reference o úvěrové bonitě,
- služby bezpečnostní úschovy.

Největší část zisku komerční banky tvoří tzv. úroková marže, tj. zisk, který vzniká jako rozdíl mezi přijatými a placenými úroky. Dalšími významnými částmi zisku jsou zisk z poplatků a provizí, zisk z operací s cennými papíry, zisk z devizových operací, atd.

K 31. 12. 2007 tvořilo bankovní sektor ČR celkem 24 bank a 13 poboček zahraničních bank. V grafu 1.1 jsou zachyceny některé ekonomické ukazatele charakterizující koncentraci tohoto sektoru.

² Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách

Graf 1.1: Koncentrace bankovního sektoru (v %)



Zdroj: Zpráva o vývoji dohledu nad finančním trhem 2006

1.1.2.2 Spořitelní a úvěrová družstva

Spořitelní a úvěrová družstva jsou družstva, které pro podporu hospodaření svých členů provozují finanční činnosti, jimiž se dle zákona rozumí zejména přijímání vkladů a poskytování úvěrů, ručení a peněžní služby v různých formách. Družstevní záložny jsou oprávněny vykonávat pouze činnosti stanovené zákonem³, a to v rozsahu povolení působit jako družstevní záložna, jsou povinny při svém podnikání postupovat obezřetně a s náležitou péčí, zejména podnikat způsobem, který neohrožuje návratnost vkladů jejich členů a svou bezpečnost a stabilitu, nesmí uzavírat smlouvy za nápadně nevýhodných podmínek pro družstevní záložnu, zejména takové, které zavazují družstevní záložnu k hospodářsky neodůvodněnému plnění nebo plnění nápadně neodpovídajícímu poskytované protihodnotě. Ke vzniku a podnikání družstevní záložny je třeba povolení, které uděluje na základě písemné žádosti představenstva Česká národní banka.

Družstevní záložna je oprávněna vykonávat tyto činnosti:

- přijímání vkladů od svých členů,
- poskytování úvěrů svým členům,

³ Zákon č. 87/1995 Sb., o spořitelních a úvěrových družstvech

- finanční leasing pro členy,
- platební styk, zúčtování, vydávání a správa platebních prostředků pro členy,
- poskytování ručení za půjčky a úvěry členů,
- obstarání inkasa pro členy,
- směnářská činnost pro členy po udělení licence podle zvláštního předpisu,
- pronájem bezpečnostních schránek členům.

K zajištění výše uvedených činností je záložna oprávněna:

- ukládat vklady v družstevních záložnách a bankách a u poboček zahraničních bank,
- přijímat úvěry od družstevních záložen a bank,
- nabývat majetek a disponovat s ním,
- obchodovat na vlastní účet s devizami a nástroji směnných kurzů a úrokových sazeb za účelem zajištění rizik vyplývajících z prováděných činností,
- obchodovat na vlastní účet s registrovanými cennými papíry, pokud nestanoví zákon jinak.

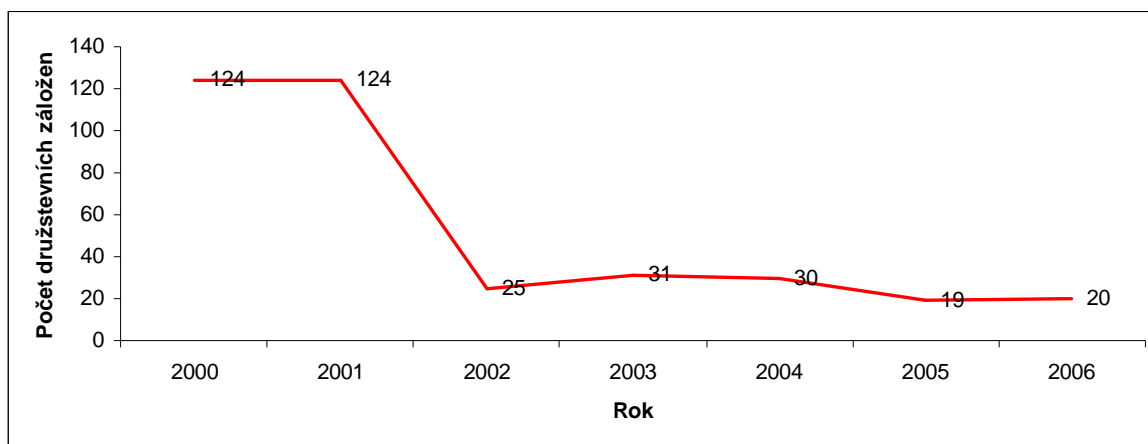
Členové družstevní záložny mají právo ukládat v družstevní záložně vklad a právo na poskytnutí úvěru a dalších služeb. Zároveň jsou povinni krýt ztrátu družstevní záložny uhrazovací povinností, jejíž výši stanovují stanovy družstevní záložny, musí však být jako součet nejméně dvojnásobkem základního členského vkladu a tzv. dalšího členského vkladu.

Pro oceňování družstevních záložen je důležitý fakt, že převod a přechod členských práv a povinností člena družstevní záložny je nepřípustný, proto nepřichází do úvahy ocenění pro účely převzetí či postoupení svého členského peněžitého vkladu na jinou osobu. V případě vystoupení člena se vypořádací podíl vyplácí ve výši členského podílu, takže není důvod pro jeho speciální ocenění. Základní důvody pro ocenění družstevní záložny jsou vyčíslení ztráty, která vznikla

družstevní záložně z důvodu neoprávněného odnětí licence a z důvodu rozhodování o výhodnosti či nevýhodnosti splnutí respektive sloučení.

Graf 1.2 ukazuje vývoj počtu družstevních záložen. K výraznému poklesu v roce 2002 došlo kvůli změnám v legislativě. Jedna z nich se například týkala minimálního základního kapitálu, který se zvýšil z 0,5 mil. Kč na 35 mil. Kč.

Graf 1.2: Počet družstevních záložen od roku 2000



Zdroj: Zpráva o vývoji finančního trhu 2006

1.1.2.3 Investiční společnosti a fondy

Předmětem podnikání investičních společností a fondů je kolektivní investování vykonávané na základě povolení vydaného Českou národní bankou.⁴ Mají formu akciové společnosti a vztahují se na ně ustanovení obchodního zákoníku, není-li uvedeno jinak. Pod pojmem kolektivní investování se rozumí podnikání, které je založeno na principu shromažďování peněžních prostředků, jejich ukládání, jakožto i směna majetkových hodnot, které byly nabyty tímto ukládáním, za jiné majetkové hodnoty, dále též obhospodařování majetku investičního nebo penzijního fondu na základě smlouvy. Obchody s cennými papíry může investiční společnost vykonávat pouze prostřednictvím makléře nebo obchodníka s cennými papíry. Investiční společnosti a fondy nesmějí vydávat dluhopisy, mohou vydávat pouze akcie znějící na jméno.

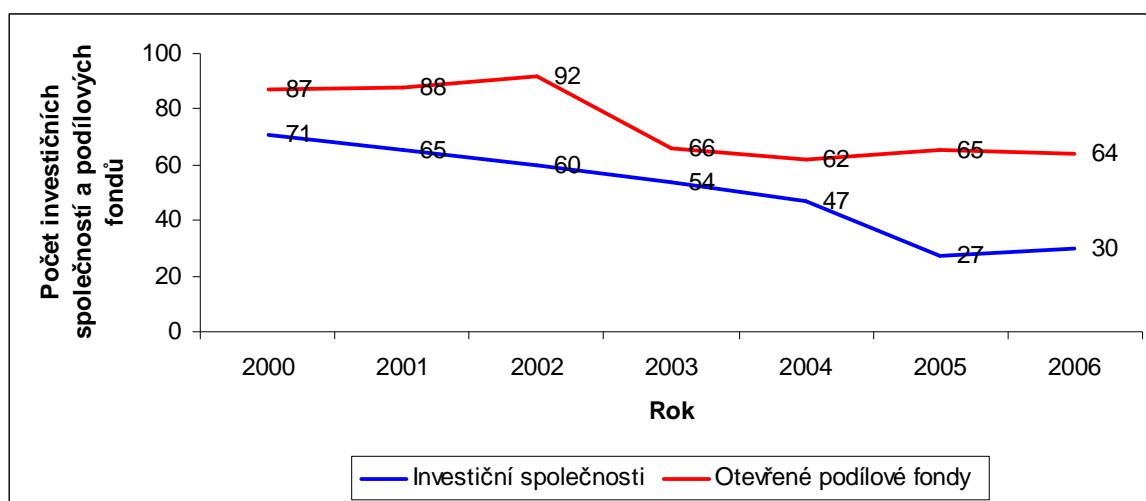
⁴ Zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a fondech

Peněžní prostředky shromažďuje investiční společnost v podílovém fondu vydáváním podílových listů. Podílový fond není právnickou osobou. Majetek v podílovém fondu je investiční společnosti svěřen do obhospodařování. Investiční společnost jej používá ke koupi cenných papírů nebo ukládá na účty u bank vedené pro podílový fond a obhospodařuje svým jménem na účet majitelů podílových listů.

Naproti tomu investiční fond shromažďuje peněžní prostředky vydáváním akcií. Svůj majetek využívá ke koupi cenných papírů, nemovitostí a movitých věcí nebo jej má uložen na bankovním účtu. Investiční fond hospodaří se svým majetkem sám nebo může obhospodařování svého majetku pověřit investiční společností na základě obhospodařovací smlouvy.

Na finančním trhu dochází v poslední době k poklesu počtu těchto institucí, jak je možno vidět na grafu 1.3.

Graf 1.3: Počet investičních společností a otevřených podílových fondů



Zdroj: Zpráva o vývoji finančního trhu 2006

1.1.2.4 Penzijní fondy

Penzijní fondy začaly v České republice vznikat v roce 1994 a patří tedy mezi nejmladší finanční instituce. Jejich hlavním úkolem je organizování doplňkového a dobrovolného důchodového systému, který je financován na principu

kapitalizovaného důchodu, což umožňuje zajistit občanům možnost získat doplňkové příjmy nad rámec povinného důchodového zabezpečení. Mezi nejdůležitější charakteristiky penzijních fondů podle zákona patří:

- mají charakter nezávislých soukromých finančních institucí,
- účast v systému je dobrovolná a státem podporovaná formou státního příspěvku a daňových úlev,
- penzijní fondy vytvářejí penzijní plány s definovaným příspěvkem, penzijní plány s definovanou dávkou mají jen doplňkový charakter ve formě invalidních penzí,
- penzijní fondy podléhají přísné regulaci.

Penzijní fondy mohou být zakládány jen ve formě akciových společností se sídlem na území České republiky. Jsou oprávněny provozovat penzijní připojištění, kterým se rozumí shromažďování peněžních prostředků od účastníků penzijního připojištění a státu, nakládání s těmito prostředky a vyplácení dávek. Penzijní připojištění mohou vykonávat jen penzijní fondy, ale obhospodařovat jejich majetek mohou i investiční společnosti.

Účastníkem penzijního připojištění se může stát každá osoba starší 18 let s trvalým pobytem na území ČR nebo fyzická osoba starší 18 let s bydlištěm na území jiného členského státu Evropské unie, pokud se účastní důchodového pojištění nebo veřejného zdravotního pojištění v České republice. Účastník penzijního připojištění může obdržet v případě vzniku nároku dávky, jejichž výše závisí na celkovém objemu příspěvků zaplacených ve prospěch účastníka, na výnosech z hospodaření penzijního fondu, a na věku, od kterého se dávka poskytuje. Dávkou mohou mít následující formu:

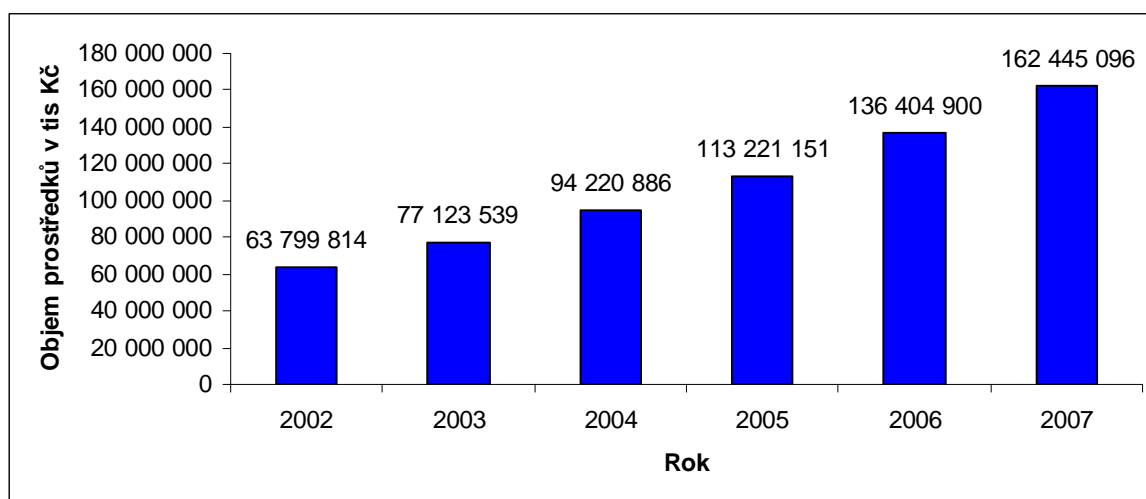
- starobní penze,
- invalidní penze,
- pozůstalostní penze,
- výsluhová penze,
- odbytné,

- jednorázové vyrovnání.

Penzijní fond musí s majetkem hospodařit s odbornou péčí a s cílem zabezpečit spolehlivý výnos. Penzijní fondy při tom musí dodržovat obecné zásady jako jsou bezpečnost, kvalita, likvidita a rentabilita skladby finančního umístění jako celku, tak i uzákoněné limity pro investování do jednotlivých instrumentů

Na grafu 1.4 je vidět vývoj rostoucí trend v objemu prostředků vložených do penzijního pojištění.

Graf 1.4: Množství prostředků účastníků penzijního připojištění (v tis. Kč)



Zdroj: Ekonomické ukazatele penzijních fondů APF ČR v letech 2002 až 2007

1.1.2.5 Pojišťovny

Zákonem⁵ je tuzemská pojišťovna vymezena jako právnická osoba se sídlem na území České republiky, které bylo ČNB uděleno povolení k provozování pojišťovací činnosti. Pojišťovací činností se myslí uzavírání pojistných smluv podle zvláštního právního předpisu⁶ pojišťovnou, správa pojištění a poskytování plnění z pojistných smluv, poskytování asistenčních služeb a zpracování osobních údajů

⁵ Zákon č. 363/1999 Sb., o pojišťovnictví

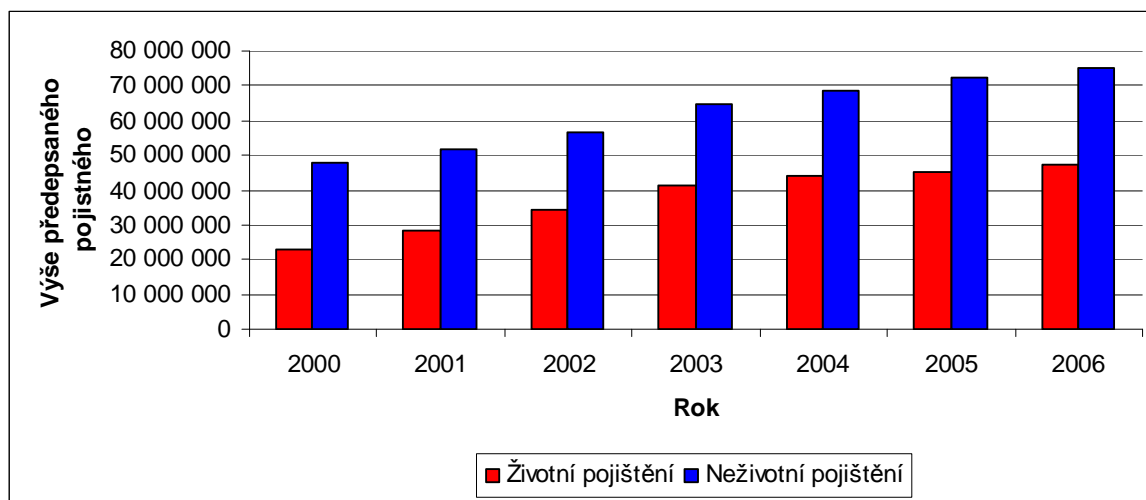
⁶ § 788 odst. 1 občanského zákoníku

včetně rodných čísel s těmito činnostmi souvisejících. Součástí pojišťovací činnosti je nakládání s aktivy, jejichž zdrojem jsou technické rezervy pojišťovny, uzavírání smluv pojišťovnou se zajišťovnami o zajištění závazků pojišťovny vyplývajících z uzavřených pojistných smluv (pasivní zajištění) a činnosti směřující k předcházení vzniku škod a zmírňování jejich následků (zábranná činnost).

Pojišťovna se sídlem na území České republiky může za podmínek stanovených tímto zákonem provozovat pojišťovací činnost, pokud byla založena jako akciová společnost nebo družstvo. Provozovat zajišťovací činnost může za podmínek stanovených tímto zákonem pojišťovna nebo zajišťovna se sídlem na území ČR založená pouze jako akciová společnost. Povolení k provozování pojišťovací činnosti se uděluje podle pojistných odvětví životních pojištění nebo podle pojistných odvětví neživotních pojištění nebo podle skupin neživotních pojištění.

Následující graf 1.5 ukazuje, jak se od roku 2000 vyvíjel objem předepsaného životního a neživotního pojistného.

Graf 1.5: Vývoj předepsaného pojistného (v tis Kč)



Zdroj: Vývoj pojistného trhu 1 – 12/ 2007

1.1.2.6 Leasingové společnosti

Podstatou leasingu je pronájem výrobků a výrobních prostředků na určité období na základě úhrady leasingových poplatků formou splátek. Uplatňuje se zejména u předmětů dlouhodobé spotřeby, ale i ve službách. Nahrazuje investování. Leasing realizují bankovní ústavy nebo specializované firmy, obvykle dvěma formami, jako finanční nebo tzv. provozní leasing. V prvním případě, po úplné úhradě hodnoty pronajaté techniky, se zařízení stává majetkem nájemce, v druhém se nepřepokládá úhrada hodnoty zařízení.

Leasing je relativně nová forma financování investic, používá se běžně především v USA. Do Evropy pronikla po 2. světové válce. Na rozdíl od tradičního způsobu, kdy financující instituce poskytuje podnikateli peněžní úvěr k nákupu nové investice, při leasingu mu svěřuje věcnou hodnotu k bezprostřednímu využití. Leasing je tedy pronájem movitých či nemovitých věcí za pevně sjednané měsíční nájemné.

V ČR může jako poskytovatel leasingu vystupovat jakákoli obchodní společnost nebo fyzická osoba při splnění obecných základních podmínek pro soukromé podnikání. Leasing je na základě zákona č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání, ve znění pozdějších předpisů, řazen mezi volné živnosti. Banky jsou oprávněny k provozování operací finančního leasingu přímo ze zákona č. 21/1992 Sb., o bankách. Po získání povolení ČNB mohou na základě zákona o bankách u nás provozovat leasing i pobočky zahraničních bank zřízené na území ČR.

Leasingové společnosti v ČR nepotřebují, stejně jako ve většině evropských států, ke své komerční činnosti zvláštní licenci. Jsou však povinny řídit se stejnými předpisy, jako jiné obchodní společnosti a jiní podnikatelé, zejména obchodním zákoníkem, zákonem na ochranu hospodářské soutěže, zákonem na ochranu spotřebitele, zákonem proti praní špinavých peněz, zákonem o konkursu a vyrovnání, daňovými a účetními předpisy apod.

1.2 Pojetí hodnoty

Výsledkem ocenění je stanovení hodnoty. Jedná se o hodnotu ekonomickou, která vyjadřuje kolik zaplatíme, pokud budeme chtít získat nějaké aktivum, právo nakládat s ním a získávat budoucí efekty vyplývající z fungování tohoto aktiva. Je to tedy peněžní hodnota daného aktiva. Má dvě základní stránky. Užité hodnota vyjadřuje schopnost statku uspokojovat lidské potřeby, a proto je pro každého vlastníka individuální. Směnná hodnota souvisí s tím, že daný statek je k dispozici jen v omezeném množství a může být předmětem směny. Směnná hodnota vyjádřená v penězích vede k tržní ceně.

Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy převedenými na jejich současnou hodnotu. Většinou se předpokládá neomezené trvání podniku, v dlouhodobém časovém horizontu příjmy lze však jen odhadovat, nikoli přesně určit. Při ocenění se pak vybírá prognóza, která se považuje za věrohodnou. Hodnota je tedy odhad pravděpodobné ceny.

Postupem času se vyvinuly tři základní přístupy k oceňování:

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota,
- objektivizovaná hodnota.

Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislémi partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.⁷ Předmětem odhadu je tedy potenciální tržní cena. Tržní hodnota aktiva je výrazem spíše jeho trhem uznávané použitelnosti než jeho fyzického stavu.

Subjektivní neboli investiční hodnota je hodnota budoucího prospěchu z vlastnictví aktiva pro konkrétního kupujícího. Hodnota se pak liší podle různých

⁷ International Valuation Standards

investorů a jejich záměrů a očekávání. Budoucí toky jsou často odhadovány na základě představ manažerů oceňovaného podniku.

Objektivizovaná hodnota by měla být hodnota, která je v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech. Tržní hodnota a objektivizované ocenění jsou vhodné naopak v situacích, kdy by hodnota neměla být závislá na konkrétním subjektu. Základní odlišnost mezi těmito přístupy pak spočívá v tom, že objektivizovaná hodnota vyjadřuje jakési průměrné očekávání trhu ohledně budoucnosti, které se může rychle měnit.

1.2.1 Nestandardizované pojetí hodnoty

V praxi se často setkáváme s neoficiálně definovanými hodnotami používanými při ocenění.

Going concern value je hodnota, která se používá v souvislosti s předpokladem existujícího a fungujícího podnikatelského subjektu pro stanovení jeho tržní hodnoty.

Účetní hodnota představuje souhrnnou hodnotu účetních aktiv, oceněných v souvislosti se zákonnými účetními postupy v dané zemi. Účetní hodnota podnikatelského subjektu představuje součet účetní hodnoty všech individuálních aktiv sníženou o hodnotu všech závazků.

Likvidační hodnota představuje hodnotu, kterou získáme prodejem jednotlivých aktiv podnikatelského subjektu při úplném uspokojení všech závazků během procesu likvidace daného podnikatelského subjektu.

Pojistná hodnota je jednoduše řečeno peněžně vyjádřená „zničitelná“ část aktiva, která může být pojištěna za účelem odškodnění majitele v případě poškození příslušné části tohoto aktiva.

Vyřazovací hodnota je částka, kterou získáme prodejem aktiva, které už není funkční a je vyřazeno z provozu.

1.2.2 Principy teorie oceňování

Hodnotu aktiva ovlivňují kromě základních ekonomických principů jako je nabídka a poptávka také čtyři specifické ekonomické principy.

Princip alternativy vyjadřuje to, že při zamýšlené změně vlastnictví mají prodávající i kupující možnost alternativního prodeje respektive nákupu tzn., že prodávající má možnost prodat i jinému než stávajícímu kupujícímu a každý kupující má možnost koupit i od jiného prodávajícího.

Princip nahrazení říká, že prozíravý kupující nezaplatí za aktivum více, než jsou náklady nutné k nahrazení daného aktiva aktivem stejné užité hodnoty. Kupující by tedy neměl zaplatit za užívání části aktiva více, než za jednotku, která poskytuje stejné funkce.

Podle principu substituce má hodnota vlastnictví aktiva tendenci být určena jako náklady, které musí být vynaloženy na získání stejného vyhovujícího substitutu.

Princip budoucího prospěchu spočívá v tom, že hodnota příslušného aktiva je dána hodnotou budoucího ekonomického prospěchu, který bude plynout jeho majiteli.

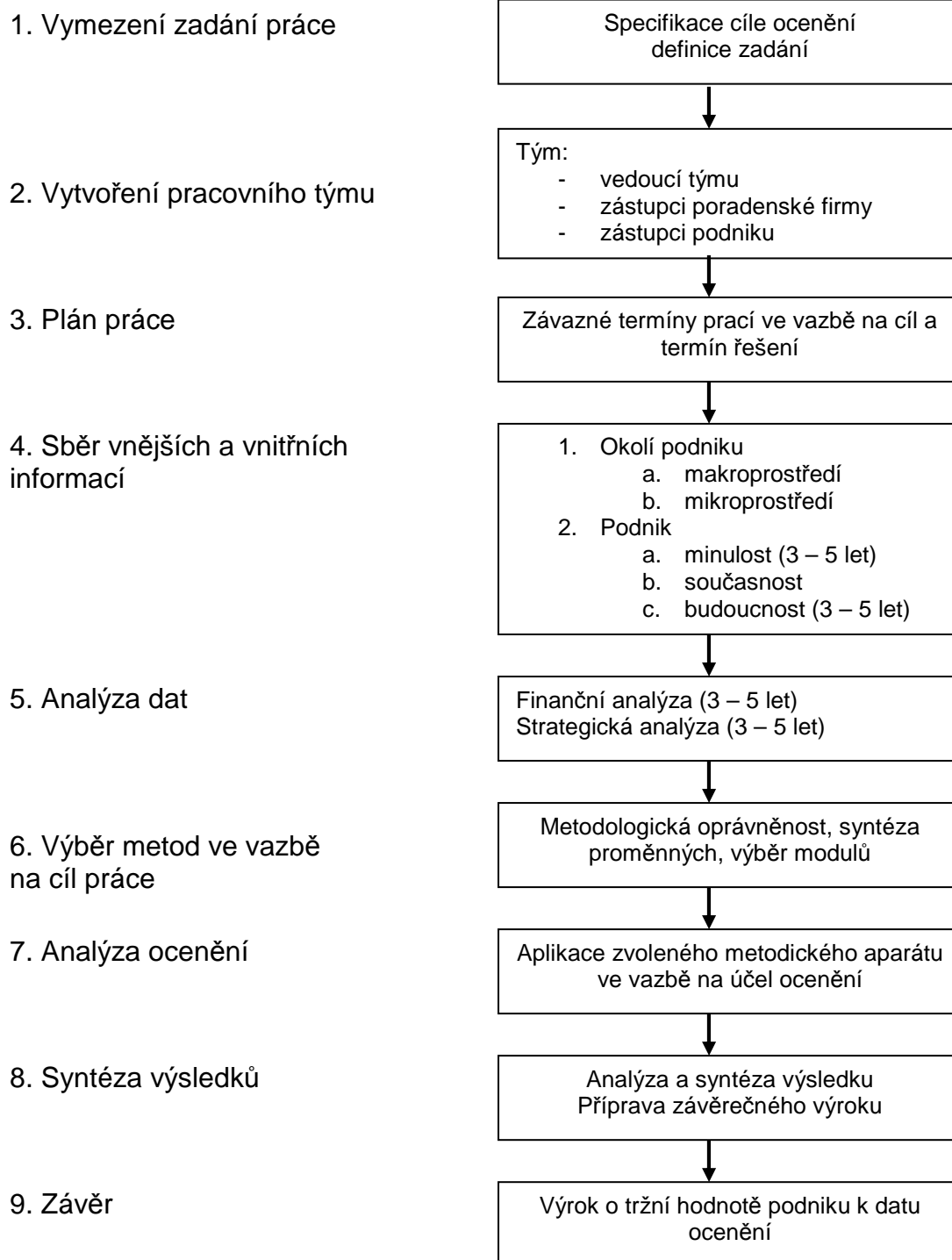
2 Popis metod oceňování firmy

2.1 Postup při oceňování

Na ocenění podniku se podílí tým. Pokud je ocenění zpracováno externistou, měl by být složen jak z vedoucího týmu, který řídí práce na ocenění, tak ze specialistů a asistentů, kteří řeší zadané úkoly. Důležité je zastoupení zástupců top managementu v týmu, neboť ti jednak formulují zadání práce a především jsou dodavateli informací z podniků.

Pro kvalitní ocenění je nezbytné mít informace jak informace z podniku, tak také informace o prostředí, ve kterém podnik funguje (tj. makroprostředí) a odvětví, ve kterém působí (tzv. mikroprostředí). Na shromažďování dat navazuje analytická fáze, která obsahuje analýzu makroprostředí, analýzu odvětví a finanční analýzu podniku. Na analýzy navazuje část aplikace modelů, jejich výběr se řídí cílem práce. Je vhodné aplikovat několik modelů s cílem ověření správnosti výsledku práce. Poté je nezbytné provést syntézu výsledků a formulovat závěr, ke kterému tým došel. Celý postup ocenění lze graficky shrnout prostřednictvím obrázku 1.2.

Obrázek 1.2: Postup při ocenění



Zdroj: E. Kislingerová (1999)

2.1.1 Strategická analýza

Strategická analýza je klíčovou fází procesu oceňování, jejíž hlavní funkcí je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Součástí strategické analýzy je analýza relevantního trhu a jeho prognóza (tzv. vnější analýza), analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku a prognóza tržeb oceňování podniku.

2.1.1.1 Analýza relevantního trhu a jeho prognóza

Jako první krok strategické analýzy je třeba vymezit trh, který je příslušný pro oceňovaný podnik. Volba relevantního trhu by měla být taková, aby umožnila získat základní data o tomto trhu a posoudit jeho atraktivitu tak, aby bylo možno následně zpracovat prognózu dalšího vývoje.

Mezi základní informace o trhu patří odhad relevantního trhu vyjádřený v hmotných a hodnotových jednotkách, vývoj trhu v čase a případná segmentace trhu.

Na vymezení relevantního trhu navazuje hodnocení atraktivity trhu, která by měla přispět k lepšímu poznání šancí a rizik spojených s daným trhem a poskytnout podklady pro stanovení rizikové přírážky pro diskontní míru. Prvním krokem v rámci analýzy atraktivity trhu je vymezení hlavních faktorů této analýzy. Mělo by se jednat o faktory, které jsou důležité z hlediska poptávky a možnosti prodeje. V úvahu obvykle přicházejí následující kritéria:

- růst trhu,
- velikost trhu,
- intenzita přímé konkurence,
- průměrná rentabilita, substituce, bariéry vstupu,
- citlivost trhu na konjunkturu,
- struktura a charakter zákazníků.

Na atraktivitu trhu by nemělo být nahlíženo jako jeden z faktorů perspektivnosti podniku a zároveň i faktor pro hodnocení možností dosáhnout určitého růstu tržeb.

Po analýze relevantního trhu je třeba provést prognózu vývoje trhu jako celku, a případně jeho hlavních segmentů. Postup prognózy je třeba upravit podle typu ocenění. U subjektivního hodnocení bude prognóza vycházet z individuálního názoru konkrétního investora a oceňovatele. Prognóza při objektivním ocenění bude vycházet především ze současného stavu, případně z tendencí dalšího vývoje, které se jeví jako nesporné a téměř prokazatelné. V případě tržního ocenění by prognóza měla vycházet z názorů zastávaných odbornou veřejností, nebo alespoň ze souvislosti s těmito názory.

Východiskem vlastní prognózy by měla být analýza hlavních faktorů působících na trh. I když si je v závislosti na konkrétní situaci musí zvolit každý oceňovatel sám, lze předpokládat, že se bude jednat o faktory národohospodářské, jejichž výhodou je, že jsou zveřejňovány a prognózovány různými institucemi, dále se jedná o obecné faktory poptávky, kam bychom zařadili příjmy na obyvatele, ceny, počet obyvatel a jejich demografickou strukturu. Poslední skupina zahrnuje faktory specifické pro konkrétní skupinu produktů, jako jsou spotřební zvyklosti a módní trendy.

Nejvhodnějším postupem při zpracování prognózy trhu by bylo objednat marketingovou studii relevantního trhu. Pokud to ale není možné, je třeba, aby se oceňovatel pokusil vybrat a testovat vhodné faktory sám podle vlastní úvahy a s použitím vhodných statistických metod.

2.1.1.2 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku

Tato část strategické analýzy si klade za cíl odhadnout vývoj tržních podílů oceňované firmy do budoucnosti. Jednotlivými kroky jsou:

1. stanovení dosavadního tržních podílů oceňovaného podniku,
2. identifikace konkurentů,
3. analýza vnitřního potenciálu podniku a hlavních faktorů jeho konkurenční síly (do jaké míry je podnik schopen využít šance plynoucí z rozvoje trhu a do jaké míry je schopen čelit konkurenci a možným hrozbám),
4. prognóza tržních podílů.

Předchozí analýza faktorů ovlivňujících konkurenční pozici by měla být v souladu s dosavadním vývojem podílů subjektu na relevantním trhu, teda měla by tento vývoj vysvětlovat, jelikož jen za této podmínky je možno relativně spolehlivě prognózovat budoucí vývoj tržního podílu. Analýza konkurence v rámci strategické analýzy musí vést k závěru, zda oceňovatel předpokládá ztrátu svých podílů, jejich získávání či držbu.

Výsledky analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly by se pak měly promítnout do posouzení perspektivnosti oceňovaného subjektu, odhadu vývoje jeho tržního podílu a do diskontní míry nebo jiných aspektů ocenění, které zachycují riziko podniku či finanční instituce.

2.1.2 Finanční analýza

Finanční analýza je jedním z nejdůležitějších nástrojů finančního řízení. Její úlohou je poskytnout informace o finančním zdraví podniku, tj. v jakém stavu se nachází k okamžiku ocenění a co lze očekávat v budoucnosti. Finanční analýza představuje soubor metod a aktivit použitelných k vyhodnocení informací, zejména z účetních výkazů, za účelem posouzení finanční a ekonomické situace a perspektivy podniku či finanční instituce. Finanční analýza nám ukazuje nejen silné stránky, ale také problémy ve finančním hospodaření. Analýza neodhaluje přímo ekonomické faktory a příčiny ovlivňující ekonomickou situaci subjektu, ale zaměřuje se na rozbor důsledků a efektů jejich působení.

Pro finanční analýzu se využívají tři skupiny ukazatelů:

- ukazatelé rentability,
- ukazatelé likvidity,
- ukazatelé zadluženosti.

2.1.2.1 Analýza rentability

Ukazatele rentability poměřují konečný efekt dosažený podnikatelskou činností k určitému vstupu, a to buď k celkovým aktivům (majetku), kapitálu nebo k tržbách. Poměřují zisk dosažený podnikáním s výší zdrojů firmy, jichž bylo použito k jeho dosažení. Mezi základní ukazatele rentability patří:

- rentabilita celkového kapitálu,
- rentabilita aktiv,
- rentabilita vlastního kapitálu.

Rentabilita celkového kapitálu slouží k měření efektivnosti dlouhodobě investovaného kapitálu a vyjadřuje, jak velký zisk připadá na jednotku dlouhodobých zdrojů.

$$ROI = \frac{EBIT}{C}, \quad (1.1)$$

kde EBIT znamená výsledek hospodaření před zdaněním a odečtením nákladových úroku a C celkový kapitál.

Rentabilita aktiv vyjadřuje, jak efektivně dokáže podnik nebo finanční instituce využít svá aktiva k vytváření zisku, neboli jak velký zisk po zdanění připadá na jednotku aktiv.

$$ROA = \frac{EBIT}{A}, \quad (1.2)$$

kde EBIT znamená výsledek hospodaření před zdaněním a odečtením nákladových úroků a A celková aktiva společnosti.

Rentabilita vlastního kapitálu měří výnosnost vlastního kapitálu, tzn. jaký zisk připadá na jednu jednotku vlastního kapitálu.

$$ROE = \frac{EAT}{E}, \quad (1.3)$$

kde EAT znamená čistý zisk po zdanění a E vlastní kapitál.

2.1.2.2 Analýza likvidity

Ukazatelé likvidity vypovídají o schopnosti podniku dostát svým závazkům. V podmínkách tržní ekonomiky nemůže existovat podnik, jestliže není schopen dostát svým závazkům. Z toho vyplývá, že podnik nebo finanční instituce musí disponovat dostatečnou hotovostí a ostatními likvidními aktivy, aby byl schopen v daný čas a v daném rozsahu dostát svým závazkům.

Při analýze ukazatelů likvidity u finančních institucí hraje důležitou roli také opatření ČNB. Banky rozdělují svá aktiva na likvidní a nelikvidní a tyto kategorie pak různě poměřují. Nejznámějšími používanými ukazateli likvidity pro finanční instituce jsou:

- Krátkodobá likvidita = $\frac{\text{likvidní aktiva}}{\text{krátkodobé vklady}}$ (1.4)

Minimální přípustná hodnota je 15%

- Dlouhodobá likvidita = $\frac{\text{dlouhodobé pohledávky}}{\text{dlouhodobé závazky}}$ (1.5)

Tato hodnota by se měla pohybovat od 100 % do 135 %.

2.1.2.3 Analýza zadluženosti

Ukazatele zadluženosti charakterizují jednak zadluženost vlastního kapitálu, jednak základní proporce vlastního a cizího kapitálu. Vlastní kapitál je nejdražším zdrojem, kterým podnik disponuje, protože za jeho použití náleží investorovi výnos, kterým může být dividenda, a dále rozdíl mezi tržní cenou v okamžiku prodeje a pořizovací cenou. Pokud podnik používá pro financování cizí zdroj, pak to znamená, že úrok, tj. cenu za cizí kapitál, zahrnuje do nákladů a to pak snižuje daňový základ.

Poměrové ukazatele, využívané pro analýzu zadluženosti, bývají označovány také jako ukazatele struktury zdrojů nebo jako ukazatele finanční nezávislosti.

$$\bullet \text{ Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{aktiva}} \quad (1.6)$$

Celková zadluženost vyjadřuje, v jaké míře jsou cizí zdroje pokryty majetkem společnosti, a proto bývá označován jako ukazatel věřitelského rizika.

$$\bullet \text{ Finanční nezávislost} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva}} \quad (1.7)$$

Tento ukazatel ukazuje proporcii, v níž jsou aktiva financována penězi vloženými vlastníky.

$$\bullet \text{ Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (1.8)$$

Tento ukazatel vyjadřuje výši dluhu na jednotku vlastního kapitálu. Hodnota tohoto ukazatele by se měla pohybovat do 100 %.

$$\bullet \text{ Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{placené úroky}}, \quad (1.9)$$

kde EBIT znamená výsledek hospodaření před zdaněním a odečtením nákladových úroků. Ukazatel vyjadřuje schopnost společnosti kryt z EBIT náklady na cizí zdroje, tj. úroky na cizí zdroje.

2.1.3 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Pro základní podnikatelské zaměření potřebuje podnik aktiva v určité velikosti a struktuře včetně přiměřených kapacitních rezerv. Tato aktiva nezbytná pro základní podnikání budeme označovat jako aktiva provozně nutná. Všechna ostatní aktiva označíme jako aktiva provozně nenutná nebo též neprovozní.

Pokud je to možné, mělo by být rozdělení aktiv oceňovaného podniku na provozně nutná a nenutná provedeno. Zároveň s tím by měly být z výnosů a nákladů vyřazeny ty, které souvisí s provozně nepotřebnými aktivy. Důvod pro toto rozdělení spočívá v tom, že část majetku nemusí být využívána a neplynou z něj vůbec žádné, nebo jen malé příjmy. Příkladem mohou být nevyužité pozemky, peněžní prostředky ve větším než provozně nutném rozsahu, dlouhodobě držené akcie nevyplácející dividendy atd. Ocenění tohoto majetku může vést k jeho podcenění nebo by tento majetek nebylo oceněn vůbec. Vyčlenit by se měla i aktiva nesouvisející s provozem i v případě, že určité příjmy přinášejí, protože rizika spojená s těmito příjmy mohou být odlišná od rizika hlavního provozu podniku.

Neprovozní aktiva je žádoucí oceňovat odděleně od majetku provozního, a to zvlášť podle jednotlivých položek. Takto zjištěná hodnota neprovozních aktiv se na závěr oceňovacích prací přičte k hodnotě provozní části podniku. Do neprovozních aktiv nejčastěji zařazujeme krátkodobý finanční majetek, dlouhodobý finanční majetek a ostatní provozně nepotřebná aktiva, mezi která patří nepotřebné zásoby, nedobytné pohledávky a ostatní nepotřebný krátkodobý i dlouhodobý majetek.

Pokud jsou ve společnosti nějaká aktiva, kterou nesouvisí s hlavním předmětem činnosti této společnosti, je třeba zjistit, jaké náklady a výnosy jsou s nimi spojeny a pak je vyloučit z výsledku hospodaření. Vhodnější je tedy vycházet z provozního výsledku hospodaření nikoli výsledku za běžné období. Mezi položky, které je potřeba vyloučit patří tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a odpisy budov nebo zařízení, které neslouží k hlavnímu podnikání a další významné náklady. Na druhou stranu je třeba přidat finanční výnosy a náklady k provoznímu výsledku hospodaření, pokud byly spojeny s provozními aktivy. Jde o výnosy z cenných papírů v případě, že bychom se je rozhodli v provozně potřebném majetku ponechat a případně některé finanční náklady, pokud by souvisely s běžným provozem a majetkem považovaným za provozně potřebný.

2.1.4 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Pod pojmem generátory hodnoty rozumíme několik základních podnikohospodářských veličin, které dohromady určují hodnotu podniku. Generátory hodnoty se obvykle odvozují v návaznosti na konkrétní přístup k ocenění podniku a mohou jimi být tržby (obrat) a jejich růst, marže provozního zisku, investice do pracovního kapitálu, investice do dlouhodobého provozně nutného majetku, diskontní míra, způsob financování a doba, po kterou předpokládáme generování pozitivního peněžního toku (teda doba existence podniku).

Hodnota podniku je závislá na jeho schopnosti vytvářet do budoucnosti volné peněžní toky. Protože nás zajímá dlouhodobý hodnota podniku v dlouhodobém horizontu, je třeba zaměřit se především na ty veličiny, které hodnotu rozhodujícím způsobem ovlivňují. Pomocí analýzy generátorů hodnoty získáme přesnější pohled na minulost podniku, protože tak zjistíme jestli podnik tvoří hodnotu nebo ne, a jaké faktory mají na zjištěnou skutečnost vliv.

Prognóza generátorů hodnoty by měla tvořit i základ finančního plánu. Ten by měl být pouze rozvedením generátorů hodnoty.

2.1.5 Finanční plán

V případě výnosového přístupu k ocenění je třeba pro oceňovaný podnik sestavit finanční plán. Ten se skládá ze tří hlavních finančních výkazů: z výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků. V rámci běžného řízení podniku je finanční plán součástí podnikového plánu. Oceňovatel nemůže sestavovat komplexně celý podnikový plán. Základní logické vazby podnikového plánu by však při zpracování finančního plánu měly zůstat zachovány.

Základ finančního plánu tvoří generátory hodnoty, které nejvíce ovlivňují hodnotu společnosti. Abychom mohli sestavit kompletní finanční výkazy, které potřebujeme k ocenění, musíme ještě doplnit:

- Plán financování, tedy předpokládané splátky úvěrů, přijímání nových úvěrů, eventuálně potřebné navýšení vlastního kapitálu. Je důležitý k ověření reálnosti prognózy generátorů hodnoty a pro odhad nákladů kapitálu pro určování diskontní míry, pokud ji bude oceňovatel chtít rozdělit podle jednotlivých let.
- K naplánovaným generátorům je možné doplnit plánované hodnoty některých dalších méně významných položek, které by neměly mít na výsledné ocenění zásadní vliv, ale měly by jej zpřesnit.
- Generátory hodnoty zachycující hlavní provoz podniku může být vhodné doplnit o položky nesouvisející s hlavním provozem podniku, např. plán odprodeje nepotřebného majetku, investice do cenných papírů apod. Tyto položky by měly být oceňovány samostatně, ale mohou pozměnit budoucí reálnou situaci podniku.
- Do plánu je vhodné zpracovat také předpokládané výplaty dividend nebo podílů na zisku vlastníkům, aby peněžní prostředky v rozvaze neúměrně nenarůstaly.
- Na závěr je nezbytné doplnit formální dopočty všech položek potřebných pro kompletní sestavení finančních výkazů, které ještě nebyly spočítány při sestavování jednotlivých dílčích plánů.

Jednotlivé výkazy finančního plánu pro ocenění stačí sestavit v agregovanější podobě, než jaká se používá v účetním výkaznictví nebo při krátkodobém plánování.

2.2 Metody používané pro oceňování podniku

Existují tři základní skupiny metod pro stanovení hodnoty podniku:

- ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody):
 - metoda diskontovaných peněžních toků (DCF),
 - metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
 - kombinované (korigované) výnosové metody,
 - metoda ekonomické přidané hodnoty,
- ocenění na základě analýzy majetku (majetkové metody):
 - účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen,
 - likvidační hodnota,
 - substanční hodnota na principu reprodukčních cen,
 - substanční hodnota na principu úspory nákladů,
- ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody):
 - ocenění na základě tržní kapitalizace,
 - ocenění na základě srovnatelných podniků,
 - ocenění na základě srovnatelných transakcí,
 - ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu.

2.2.1 Výnosové metody

Tyto metody vyházejí z předpokladu, že hodnota každého ekonomického aktiva je rovna současné hodnotě pravidelných budoucích výnosů, které budou plynout majiteli z držení tohoto aktiva. Patří k nejpřesnějším, ale také nejnáročnějším způsobům ocenění, protože vyžaduje poměrně důkladnou finanční analýzu podniku.

Podle toho, jaké výnosy pro ocenění použijeme, rozdělujeme výnosové ocenění založené na principu cash flow nebo zisku či jejich kombinaci. V rámci výnosového ocenění rozlišujeme následující metody:

- metoda diskontovaného cash flow (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých zisků,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- kombinované metody výnosového a majetkového ocenění.

2.2.1.1 Metoda diskontovaného cash flow (DCF)

Z hlediska principu je tato metoda základní výnosovou metodou. Peněžní toky jsou reálným příjmem a tedy reálným vyjádřením užitku z drženého statku. Existují tři základní techniky této metody:

- metoda „entity“,
- metoda „equity“,
- metoda „APV“

Smyslem všech tří metod je zjistit hodnotu vlastního kapitálu. Jednotlivé metody se liší podle toho, jak k hodnotě vlastního kapitálu dojdeme. Při použití metody DCF entity probíhá výpočet ve dvou krocích. Nejprve se vyjde z peněžních toků, které byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele, a jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku (tzv. brutto hodnota). Ve druhém kroku se pak odečte hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění a získáme tak hodnotu vlastního kapitálu (tzv. netto hodnota).

Při metodě DCF equity vyjdeme z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku a jejich diskontováním získáme přímo hodnotu vlastního kapitálu.

Metoda DCF APV, tzv. upravená současná hodnota, dělí výpočet také do dvou kroků. V prvním kroku zjišťujeme hodnotu podniku jako celku jako součet

hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Ve druhém kroku pak odečteme cizí kapitál a výsledkem je hodnota netto.

Protože se většinou očekává dlouhodobá existence oceňovaného subjektu, a je proto těžké odhadnout hodnoty pro jednotlivé roky, počítá se nejčastěji DCF dvoufázovou metodou. Její podstata spočívá v tom, že budoucí období je rozděleno na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro je možno predikovat volné peněžní toky pro jednotlivá léta. Druhou fází je pak období od konce první fáze do nekonečna a hodnota v tomto období se označuje jako pokračující hodnotu. Ta vyjadřuje současnou hodnotu očekávaných peněžních toků ve druhé fázi přepočtenou k datu ukončení první fáze.

Výpočet hodnoty dvoufázovou metodou se vypočte podle vzorce:

$$H = \sum_{t=1}^T FCF_t (1 + r_e)^{-t} + \frac{PH}{(1 + r_e)^T}, \quad (2.1)$$

kde FCF_t znamená volné cash flow v roce t , r_e diskontní úrokovou míru, T délku první fáze, PH pokračující hodnotu.

Při výpočtu FCFE se vychází z výsledovky a postupuje se následujícím způsobem:⁸

- + čistý úrokový výnos
- + výnosy z cenných papírů s proměnlivým výnosem
- + čisté výnosy z poplatků a provizí
- + zisk z finančních operací
- + ostatní výnosy z běžné činnosti
- všeobecné provozní náklady (náklady na zaměstnance, ostatní provozní náklady)
- tvorba rezerv a opravných položek

⁸ M. Hrdý (2005)

+ použití rezerv a opravných položek

- daň z příjmů

čistý peněžní příjem

- kapitálové požadavky na základě kapitálové přiměřenosti

- předpokládané investice nutné k zajištění požadovaného růstu zisku

- splátky úročeného cizího kapitálu

+ nově přijatý úročený cizí kapitál

disponibilní peněžní příjem pro majitele (FCFE) (2.2)

Při výpočtu hodnoty FCFE můžeme také vycházet z provozního výsledku hospodaření:⁹

korigovaný upravený výsledek hospodaření po upravených daních

+ odpisy

+ ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů

- investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného

- investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného

= FCF na úrovni podnikatelské jednoty (tj. entity)

- splátky úročeného cizího kapitálu

+ nově přijatý úročený cizí kapitál

= FCFE (2.3)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních se určí z provozního výsledku hospodaření, který je zvýšen o jednorázové provozní náklady, které nesouvisí s provozním majetkem a o výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku, a snížen

⁹ M. Mařík (2003)

o jednorázové provozní výnosy, které nesouvisí s provozním majetkem, o finanční náklady, které souvisí s provozně potřebným majetkem, a o daň.

Pro výpočet pokračující hodnoty lze použít Gordonův vzorec, který se běžně používá pro oceňování akcií na základě dividend. Pokud jej modifikujeme na volné peněžní toky, získáme:

$$T = \frac{FCF_{T+1}}{r_e - g}, \quad (2.4)$$

kde T znamená poslední rok prognózovaného období, r_e náklady vlastního kapitálu, g předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, FCF volný peněžní tok.

Podmínkou platnosti vzorce je, aby bylo $r_e > g$.

Aby bylo možno učit hodnotu daného subjektu, musí se si ještě určit náklady kapitálu. Způsob jejího výpočtu závisí na variantě metody DCF.

Pro variantu DCF „entity“ je diskontní úroková míra stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu, které se určí takto:

$$WACC = r_d(1-t)\frac{D}{C} + r_e\frac{E}{C}, \quad (2.5)$$

kde WACC jsou průměr vážených nákladů kapitálu, r_d náklady cizího kapitálu, t sazba daně, D tržní hodnota cizího úročeného kapitálu, r_e očekávaná výnosnost vlastního kapitálu, E tržní hodnota vlastního kapitálu, C celková tržní hodnota investovaného kapitálu.

Pokud používáme k ocenění variantu DCF „equity“, je úroková míra dána odhadem nákladů na vlastní kapitál při konkrétní úrovni zadlužení.

Základním modelem je model ocenění kapitálových aktivy (CAPM model). Tento model je v současnosti nejvíce používaným nástrojem pro určení nákladů na vlastní kapitál.

$$E(r_e) = r_f + \beta_E [E(r_M) - r_f], \quad (2.6)$$

kde r_e znamená diskontní faktor na úrovni nákladů vlastního kapitálu, r_f bezrizikový výnos, $E(r_M)$ střední očekávanou výnosnost kapitálového trhu, β_E koeficient beta.

Beta koeficient vlastního kapitálu u zadlužené firmy je dán vztahem:

$$\beta_E^{lev.} = \beta_E^{unlev.} \left[1 + (1-t) \frac{D}{E} \right], \quad (2.7)$$

kde $\beta_E^{lev.}$ je koeficient beta vlastního kapitálu zadlužené firmy a $\beta_E^{unlev.}$ koeficient beta vlastního kapitálu nezadlužené firmy.

Tento vztah nám ukazuje, že systematické riziko se s rostoucím zadlužením zvyšuje.

Princip výpočtu vlastních nákladů kapitálu pomocí stavebnicového modelu spočívá v tom, že diskontní míra je dána součtem výnosnosti „bezrizikového“ cenného papíru a dílčích rizikových přírážek.

$$r_e = r_f + r_o + r_{fin} + r_l, \quad (2.8)$$

kde r_e představuje vlastní náklady na kapitál, r_f bezrizikový výnos, r_o přírážku za obchodní riziko, r_{fin} přírážku za finanční riziko, r_l přírážku za sníženou likviditu.

2.2.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých zisků

Metoda kapitalizace zisku patří mezi nejjednodušší a základní model, prostřednictvím, kterého lze přímo stanovit hodnotu podniku. Čistý výnos je odvozován z upravených výsledků hospodaření. Při objektivizovaném ocenění by měla být východiskem obvyklá úroková míra pro relativně bezrizikovou investici, kterou zvýšíme o přiměřenou rizikovou přírážku odvozenou z kapitálového trhu.

Vlastní propočet výnosové hodnoty lze provést analytickou nebo paušální metodou.

Při aplikaci analytické metody je výnosové ocenění postaveno na prognóze budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování. Při objektivizovaném ocenění se vychází z řady odnímatelných čistých výnosů, tj. skutečných, účetní politikou co nejméně ovlivněných budoucích výsledků hospodaření, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podniku.

Pokud se předpokládá trvalou existence podniku, je vzorec pro stanovení hodnoty pro dvoufázovou metodu:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \check{C}V_t (1+r_e)^{-t} + \frac{T\check{C}\check{C}}{r_e} (1+r_e)^{-T}, \quad (2.9)$$

kde H_n znamená hodnotu podniku netto (hodnotu vlastního kapitálu), $\check{C}V_t$ odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy, T délku první fáze, $T\check{C}\check{C}$ trvalou velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi (stabilní úroveň), r_e náklady vlastního kapitálu.

Paušální metodu využíváme v situacích, kdy chceme ocenit podnik, který má určitou minulost, ale jejichž budoucnost je obtížně predikovatelná. Při použití této metody předpokládáme, že podnik bude v budoucnosti dosahovat alespoň takových výnosů, jako dosahoval v minulosti.

Nejdříve je nutno určit čistý výnos, který by bylo možno rozdělit, aniž bychom snižovali majetkovou podstatu podniku. Je tedy možno rozdělovat jen skutečné zisky, tj. přírůstky vlastního kapitálu. Z časové řady upravených minulých výsledků hospodaření vypočítáme trvalý čistý výnos k rozdělení podle vzorce:

$$TV\check{C} = \sum_{t=1}^K q_t \check{C}V_t, \quad (2.10)$$

kde $TV\check{C}$ znamená trvale čistý odnímatelný výnos, $\check{C}V_t$ minulé upravené čisté výnosy, q_t váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad trvale odnímatelného výnosu, K počet minulých let zahrnutých do výpočtu.

Dále je třeba určit náklady vlastního kapitálu, kterou musíme očistit od inflace a pak můžeme určit výnosovou hodnotu vlastního kapitálu podle vzorce:

$$H_n = \frac{TV\check{C}}{r_e}, \quad (2.11)$$

kde $TV\check{C}$ znamená trvale odnímatelný čistý výnos, r_e náklady vlastního kapitálu.

2.2.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Ekonomickou přidanou hodnotu je možno využít jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku a oceňování podniku. Základním principem ekonomické přidané hodnoty je, že měří ekonomický zisk. Toho podnik dosahuje, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale také náklady kapitálu, včetně nákladů na vlastní kapitál. Pokud podnik sice dosahuje kladný účetní zisk, ale tento zisk není natolik vysoký, aby kompenzoval všechna rizika vlastníků, pak vlastníci nedosahují ekonomického zisku, ale naopak ztráty.

Hodnota ukazatele EVA se určí jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu vlastního i cizího.

Základní podoba vzorce pro výpočet EVA je:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C, \quad (2.12)$$

kde $NOPAT$ znamená čistý operativní zisk, $WACC$ vážené průměrné náklady kapitálu, C kapitál vázaný v aktivech, která slouží operační činnosti podniku.

Tento vzorec lze modifikovat, když kapitál nahradíme čistými operačními aktivy (NOA). Jejich vymezení může být v konkrétní situaci různé, je ale třeba

respektovat vazby mezi operačními aktivy a výsledkem hospodaření z operační činnosti tzn., že NOPAT by měl obsahovat jen ty výnosy a náklady, které souvisejí s aktivy, která jsou součástí NOA.

Konkrétní výpočet ekonomické přidané hodnoty je pak možné provádět dvěma způsoby:

- pomocí vzorce nákladů na kapitál

$$EVA = NOPAT - NOA \cdot WACC, \quad (2.13)$$

- pomocí vzorce hodnotového rozpětí

$$EVA = \left(\frac{NOPAT}{NOA} - WACC \right) NOA, \quad (2.14)$$

kde NOPAT znamená čistý operativní zisk, WACC vážené průměrné náklady kapitálu, NOA čistá operační aktiva.

Stejně jako u metody DCF, lze používat ocenění pomocí EVA variantou entity, equity a APV. Stejně jako u DCF je nečastěji používanou variantou entity.

Základní postup výpočtu je následující: (2.15)

Tržní hodnota operačních (tj. provozně potřebných) aktiv

+ tržní hodnota neoperačních aktiv

- tržní hodnota úročených závazků

= tržní hodnota vlastního kapitálu

Nejprve tedy musíme vypočítat hodnotu aktiv, tj. hodnotu pro vlastníky i věřitele, a pak po odečtení cizího kapitálu získáme ocenění podniku pouze pro vlastníky.

Tržní hodnotu operačních aktiv určíme jako součet čistých operačních aktiv (NOA) a tržní přidané hodnoty (MVA).

MVA vyjadřuje současnou hodnotu budoucích EVA nebo ji můžeme vypočítat jako rozdíl mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou jeho aktiv (NOA).

2.2.2 Majetkové metody

Pomocí majetkového ocenění se zjišťuje majetková podstata podniku, která se označuje substancí, neboli substanční hodnotu. Majetková hodnota vzniká jako součet individuálně oceněných položek majetku, od kterého se odečte suma individuálně oceněných závazků. Různé typy ocenění se liší podle zásad a předpokladů, podle kterých oceňujeme jednotlivé složky majetku. Základní rozdělení vychází z toho, zda předpokládáme další pokračování podniku.

Pokud ano, mluvíme o tzv. going concern principu. Ocenění může být provedeno trojím způsobem.

- Ocenění na bázi historických cen, které vychází z účetní hodnoty majetku a závazků.
- Ocenění na bázi reprodukčních cen, které vyjadřuje, kolik by stálo opětovné vybudování oceňovaného subjektu. Při tomto způsobu ocenění, nazývaného také substanční hodnota, vycházíme z tržních cen jednotlivých složek majetku. Substanční hodnota se zjistí jako rozdíl reprodukční ceny majetku a jeho opotřebení. Pokud ještě odečteme hodnotu dluhu, získáme čistou substanční hodnotu.
- Ocenění na bázi uspořené náklady, kdy pracujeme s peněžními toky, které jsou spojeny s jednotlivými majetkovými složkami, a substanční hodnota je dána schopností nahradit plánované investiční výdaje.

Pokud se neuvažuje o dlouhodobější existenci podniku, hovoří se o likvidační hodnotě. Používá se pro ocenění podniků s omezenou životností, ztrátových podniků, neprovozního majetku, při rozhodování mezi likvidací a sanací podniku. Slouží jako měřítko jistoty kapitálu investovaného do podniku. Hodnotu podniku určí se jako příjmy z likvidace jednotlivých majetkových položek. Likvidační

hodnota se liší podle toho, zda jde o likvidaci dobrovolnou nebo probíhá pod vnějším tlakem, především věřitelů. V druhém případě bývá likvidační hodnota podstatně nižší než když se prodej uskutečňuje z hlediska výhodnosti.

Likvidační hodnotu se pak určí, když od příjmů z prodeje majetku po zohlednění časového hlediska se odečtou výdaje spojené s vyrovnaním dluhů a náklady na likvidaci.

2.2.3 Metody založené na tržním srovnáním

Při ocenění metodou tržního srovnání se vychází z ceny, která by byla zaplacená, aby byl získán stejný nebo velmi podobný podniku. Metodu lze uplatňovat jen při velmi malých rozdílech mezi subjekty a to ve dvou rovinách. První z nich je založena na porovnávání srovnatelných podniků, druhá na porovnávání srovnatelných transakcí.

V obou rovinách je oceňovaný subjekt srovnáván se subjektem, jehož tržní hodnota je k určitému období známa. Vybírány jsou subjekty obchodované na veřejných trzích. Rozdíl mezi těmito dvěma typy srovnání je ve způsobu určení násobitelů.

U metody srovnatelných podniků je hodnota akcie vyjádřena jako násobek zvolené vztahové veličiny a násobitel je poměr tržní ceny k určité vztahové veličině. Nejčastějším ukazatelem je P/E.

$$H_{A(P/E)} = Z_{OP}(P/E)_{(SP)}, \quad (2.16)$$

kde $Z_{(OP)}$ znamená zisk na akcii propočtený pro oceňovaný podnik a $(P/E)_{(SP)}$ hodnotu násobitele P/E vyvozenou ze souboru srovnatelných subjektů.

Při metodě srovnatelných transakcí určujeme násobitele na základě ceny skutečně zaplacené za srovnatelné subjekty, které byly v poslední době prodávány. Hodnotu oceňovaného subjektu pak určíme jako součin této skutečně

zaplacené ceny a hodnoty násobitele, který bývá vyjádřen jako poměr ročních zisků nebo tržeb oceňovaného a známého subjektu.

3 Aplikace vybraných metod při ocenění finanční instituce

V následující kapitole bude pozornost zaměřena na samostatné ocenění vybrané finanční instituce. Pro naše účely byla zvolena Fio, družstevní záložna.

Cílem ocenění je určit tržní hodnotu vlastního kapitálu Fio, družstevní záložny pomocí metody diskontovaných peněžních toků a paušální a analytickou verzí metody kapitalizovaných čistých zisků. Ocenění se provádí k 1. lednu 2008 pro účely sloučení nebo splynutí s jinou družstevní záložnou. Data, která budou podkladem pro prognózu výsledků do budoucna, jsou za období 2000 – 2007¹⁰.

3.1 Fio, družstevní záložna

Fio, družstevní záložna byla založena v roce 1996 a je jednou z největších a nejstabilnějších záložen v ČR. Poskytuje obvyklé bankovní služby, jako je domácí a zahraniční platební styk, přijímání vkladů, vydávání platebních karet, trvalé příkazy atd. Úzce spolupracuje s dalšími společnostmi Finanční skupiny Fio. V dubnu 1998 se stala první finanční institucí v ČR nabízející obsluhu účtů po internetu.

Fio, družstevní záložna sídlí v Praze a své pobočky má v Plzni, Českých Budějovicích, Přelouči, Hradci Králové, Brně, Olomouci a Ostravě.

Od 1.1.2006 je Fio, družstevní záložna, jako první instituce svého druhu v ČR, přímo napojena na zúčtovací centrum ČNB a není tedy již při zprostředkování korunového platebního styku v rámci ČR závislá na službách jiného komerčního peněžního ústavu.

Základem stability Fio, družstevní záložny jsou mimořádně bezpečně zajištěné úvěry, které poskytuje. Většina objemu úvěrů záložny je umístěna do úvěrů na obchodování s cennými papíry zařazenými do segmentu SPAD Burzy cenných papírů Praha, a.s.

¹⁰ Pro rok 2007 byly k dispozici údaje jen za třetí čtvrtletí, proto byly konečné výsledky poměrně dopočteny.

3.2 Strategická analýza

První družstevní záložny se objevily v první polovině 19. století. S myšlenkou o úvěrových a vkladových ústavech pro drobné střadatele přišel pruský finančník Bedřich Vilém Raiffeisen. U nás se družstevní záložny často označují jako kampeličky, podle jména Cyrila Kampelíka, který myšlenku družstevních záložen převzal z Německa

Za první republiky i Rakouska-Uherska byly družstevní záložny solidními a váženými finančními ústavy. Až do roku 1989 působily nejrůznější záložny bez větších ztrát či problémů jejich členů.

Po listopadu 1989 nastal velký rozmach v zakládání záložen. Během velmi krátké doby vzniklo přes stovku záložen, které získaly kolem sta tisíce členů. Nedostatečná legislativa umožňovala zakládat záložny bez větších finančních nároků a zejména bez dostatečných odborných, osobních a morálních kvalit jejich zakladatelů, což vedlo ke krizi na konci 20. století. Velké množství krachujících záložen bylo příčinou snahy o legislativní úpravy a o zpřísnění podmínek k jejich fungování a výrazně přispělo k názoru, že družstevní záložny nejsou vhodným a důvěryhodným správcem svěřených peněz.

V souvislosti se vstupem ČR do EU došlo ke zpřísnění zákona o družstevních záložnách. Hlavní změna byla v tom, že družstevní záložny musely navýšit svůj základní kapitál z 500 000 Kč na 35 miliónů korun. Hlavním důvodem bylo bezpečnější zabezpečení vkladů v družstevních záložnách.

Dohled nad družstevními záložnami vykonává od roku 2006 Česká národní banka a tím došlo k integraci dohledu nad finančním trhem pod jednu instituci.

Tabulka č. 3.1 nám ukazuje, jak se vyvíjely počty jednotlivých finančních institucí v letech 2000 – 2006.

Tabulka 3.1: Počty subjektů poskytujících služby na finančním trhu

subjekty	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Banky	40	38	37	35	35	36	37
z toho stavební spořitelny	6	6	6	6	6	6	6
Družstevní záložny	124	124	25	31	30	19	20
Obchodníci s CP	113	97	81	71	58	52	46
Investiční společnosti	71	65	60	54	47	27	30
z toho v likvidaci a nucené správě	35	0	44	38	38	18	15
Investiční fondy	85	74	63	52	46	38	34
z toho v likvidaci	52	0	55	48	44	38	33
Investiční zprostředkovatelé	0	37	67	3 052	5 724	8 394	10 692
Otevřené podílové fondy	87	88	92	66	62	65	64
Speciální otevřené podílové fondy	0	0	0	0	0	0	45
Standardní otevřené podílové fondy	0	0	0	0	0	0	24
Zahraniční fondy/podfondy	0	209	651	723	911	1 038	1 284
z toho na základě jednotné evropské licence	0	0	0	0	0	1 025	1 273
z toho speciální fondy	-	-	-	-	-	13	11
Pojišťovny	41	43	42	42	40	45	49
Pojišťovací zprostředkovatelé	45449	45 491	43 274	43 274	43 574	35 720	46 360
Penzijní fondy	19	14	13	12	11	11	16

Zdroj: Zpráva o vývoji finančního trhu 2006

3.2.1 Vymezení relevantního trhu

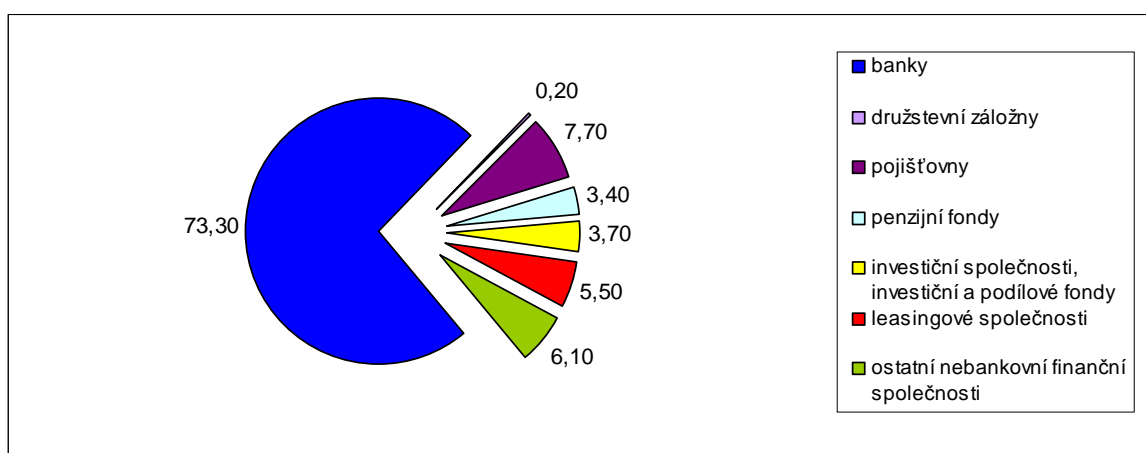
Za relevantní trh budeme považovat finanční trh v České republice, který zahrnuje instituce poskytující úvěry a přijímající vklady. Jsou to tedy banky a družstevní záložny. Ve srovnání s bankami jsou družstevní záložny specifické tím, že všechny činnosti vykonávají pro své členy.

Podle odvětvové klasifikace činností jsou družstevní záložny zařazeny jako finanční zprostředkovatelé v sekci J (Finanční zprostředkovatelé), oddílu 65 (Finanční zprostředkovatelé kromě pojišťovnictví a penzijního financování), skupině 65.1 (Peněžní zprostředkování) a podskupině 65.12 (Ostatní peněžní zprostředkování).

Českému finančnímu trhu stále dominují banky díky záruce stability. Vnímání družstevních záložen je totiž pořád ovlivněno krachy na konci 20. století. Do budoucna se dá ale předpokládat, že si tento sektor získá zpět svou důvěru díky zpřísněným legislativním pravidlům.

Podíly jednotlivých skupin finančních institucí zachycuje graf 3.1

Graf 3.1: Podíly jednotlivých druhů finančních institucí na aktivech finančního sektoru v roce 2006 v %

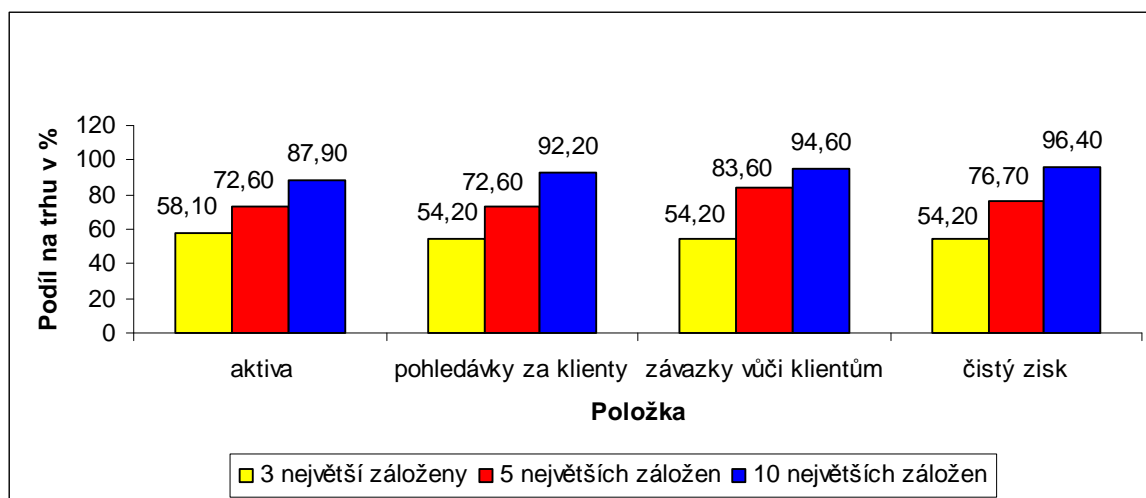


Zdroj: Integrace dohledu nad finančním trhem a hlavní trendy finančního sektoru

Na konci roku 2006 působilo na českém trhu 20 družstevních záložen. Objem aktiv tohoto sektoru dosáhl k 31. 12. 2006 téměř 7 mld. Kč, což představuje přibližně 0,1 % aktiv celého finančního sektoru. Počet členů družstevních záložen za rok 2006 vzrostl z 30 611 na 42 451, což je přibližně asi 39 % nárůst.

Sektor družstevních záložen zaznamenává v poslední době poměrně rychlý nárůst. Za rok 2006 došlo k nárůstu aktiv tohoto sektoru o téměř 70 %. Velký vliv na to mají čtyři největší družstevní záložny, jejichž aktiva vzrostla za poslední rok přibližně na dvojnásobek.

Graf 3.2: Koncentrace sektoru družstevních záložen



Zdroj: Zpráva o výkonu dohledu nad finančním trhem 2006

Sektor družstevních záložen jako celek vykázal v roce 2006 zisk ve výši 84,1 mil. Kč, což ve srovnání s rokem 2005 představuje více jak dvojnásobnou hodnotu. Z celkového počtu 20 družstevních záložen bylo 17 ziskových a 3 skončil ve ztrátě.

Tabulka 3.2 ukazuje hospodářské výsledky a jejich meziroční nárůst v roce 2006.

Tabulka 3.2: Ekonomické výsledky finančních institucí v roce 2006

	peněžní bankovní instituce	peněžní nebankovní instituce	pojišťovny	penzijní fondy
Výsledek hospodaření před zdaněním (mld. Kč)	49,2	24	17,1	4,1
Meziroční nárůst (%)	99,7	103,6	145,5	89,9

Zdroj: Návrh státního závěrečného účtu České republiky za rok 2006

Družstevní záložny nabízejí svým členům podmínky, na které by u bank nedosáhli. Velkou výhodou jsou podstatně vyšší výnosy z vkladů, než jaké nabízejí banky. Naopak velkou nevýhodou jsou vyšší úrokové sazby u poskytovaných úvěrů než u bank. Žadateli o úvěr jsou většinou lidé, které banka

odmítla, což může pro záložny představovat určité riziko. Tabulka 3.3 ukazuje úrokové sazby vybraných družstevních záložen.

Tabulka 3.3: Úrokové sazby vybraných družstevních záložen

Družstevní záložna	Běžný účet	Termínovaný vklad (vkladový účet)			Spořicí účet		
		3 měsíce	6 měsíců	1 rok	3 měsíce	6 měsíců	1 rok
1. TZ, družstevní záložna	1%	1,75%	2%	2,50%	2%	2,35%	3%
České národní spořitelní družstvo	1%		3,15% - 3,95%	4,25% - 4,65%			
Fio, družstevní záložna	0,75% - 1,5%	2,15% - 2,75%	2,25% - 2,85%	2,5% - 3,1%	2,05% - 2,65%	2,15% - 2,75%	2,4% - 3%
Moravský Peněžní Ústav - spořitelní družstvo	0,5% - 1,5%	3,7% - 4,2%	3,9% - 5,0%	4,2% - 5,3%			
Peněžní dům, spořitelní družstvo	0,10%	1,65% - 2,8%	2,05% - 3,4%	2,7% - 4,3%	1,80%	2,15%	2,80%
UNIBON - spořitelní a úvěrní družstvo		2,0% - 2,1%	2,05% - 2,15%	2,4% - 2,5%			
Vojenská družstevní záložna	0,30%	0,9% - 1,5%	1,1% - 1,6%	1,6% - 2,3%	0,8% - 1,3%	0,9% - 1,6%	1,3% - 2,3%
WPB Capital, spořitelní družstvo	0,2% - 0,4%		3,5% - 4,05%	3,75% - 4,6%		3,75% - 4,05%	4,0% - 4,7%

Zdroj: www.mesec.cz

Určitou nevýhodou družstevních záložen může být jejich regionální působnost. Na druhou stranu výhodou pak může být osobní přístup k zákazníkovi, který u velkých bank není možný.

3.2.2 Prognóza relevantního trhu

Mezi hlavní faktory, které působí na finanční trh patří:

- vývoj národního hospodářství, tedy HDP,
- vývoj inflace, která ovlivňuje úrokové sazby,
- vývoj příjmů obyvatelstva,
- vývoj míry úspor domácností.

V tabulce 3.4 můžeme vidět, jak se tyto faktory vyvíjely od roku 2000, a to včetně predikce na následující dva roky.

Tabulka 3.4: Vývoj vybraných makroekonomických ukazatelů

Rok	inlace (%)	růst HDP (%)	růst průměrných. hrubých nominálních mezd (%)	míra hrubých úspor domácností (%)
2000	3,9	3,6	6,4	8,4
2001	4,7	2,5	8,7	7,4
2002	1,8	1,9	7,3	8,3
2003	0,1	3,6	6,6	7,4
2004	2,8	4,2	6,6	5,9
2005	1,9	6,1	5,2	6,1
2006	2,5	6,1	6,5	5,1
2007	2,8	6,6	7,3	5,1
2008	5,3	4,1	7,4	4,3
2009	3,4	4,6	7,1	4,4

Zdroj: ČSÚ, prognóza ČNB

Nejvíce přijatých vkladů i poskytnutých úvěrů připadá na bankovní sektor. V posledních letech dochází k intenzivnímu využívání půjček domácnostmi. Z dlouhodobého pohledu to znamená, že má česká míra úspor klesající tendenci a zrychluje se tempo růstu úvěrů. Je to způsobeno především změnou v preferencích obyvatel, kdy nespoří a dokonce spotřebovávají i nad míru svých příjmů.

3.2.3 Analýza konkurenční síly

Podle objemu závazků vůči členům je Fio, družstevní záložna největší družstevní záložnou působící na českém trhu. V tabulce 3.5 můžeme vidět objem závazků a počet členů největších družstevních záložen.

Tabulka 3.5: Největší družstevní záložny a jejich podíl na trhu podle objemu závazků (data k 31. 8. 2006)

Záložna	Počet klientů	Závazky vůči členům (v tis. Kč)	Podíl na trhu podle závazků vůči členům (v %)
1. TZ, družstevní záložna	1 717	199 945	5,02%
Družstevní záložna PSD	158	346 631	8,70%
Fio, družstevní záložna	3 833	993 758	24,93%
Metropolitní spořitelní družstvo, zkratka MSD	380	100 008	2,51%
Moravský Peněžní Ústav - spořitelní družstvo	2 282	723 290	18,15%
Privátní Peněžní Ústav - úvěrní družstvo	217	599 467	15,04%
UNIBON - spořitelní a úvěrní družstvo	111	557 623	13,99%
Vojenská družstevní záložna	2 874	119 923	3,01%
WPB Capital, spořitelní družstvo	323	173 225	4,35%

Zdroj: www.mesec.cz

Trh s družstevními záložnami je dostatečně široký. Mezi jednotlivými družstevními záložnami panuje nízká konkurence, protože většina z nich má jen regionální působnost.

V podnikatelském záměru pro další roky má Fio, družstevní záložna v plánu pokračovat v rozšiřování svých aktivit do dalších regionů. Družstevní záložna také plánuje pokračovat v marketingových aktivitách s cílem získávání vkladů, nových členů a zlepšování celkového povědomí o svých službách. Proto je velice pravděpodobné, že její podíl na trhu se bude i v budoucnu zvyšovat.

3.3 Finanční analýza

Úlohou finanční analýzy je poskytnout informace o finančním zdraví podniku. Tyto informace se pak dále využívají při sestavování finančního plánu. Všechny vypočtené údaje pak musí být porovnány s ostatními družstevními záložnami, případně jinými institucemi finančního trhu.

Kromě základních poměrových ukazatelů, kterými jsou likvidita, rentabilita a zadluženost, bude posouzen vývoj a struktura zisku a významných položek rozvahy.

Hodnota ukazatele dlouhodobé likvidity by měl být vyšší než 100 %. Tuto podmínku družstevní záložna v posledních letech splňuje. Tato zásada byla porušena jen v letech 2000 a 2003.

Tabulka 3.6: Ukazatelé likvidity v jednotlivých letech v %

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
dlouhodobá likvidita	71,78	108,39	111,71	98,38	103,90	105,06	104,96	103,78

Zdroj: Vlastní

Rentabilita vlastního kapitálu v posledních letech výrazně rostla. V roce 2007 dosáhla 34,92 %, což představuje nárůst na dvojnásobek oproti roku 2004. Rentabilita celkových aktiv se v posledních čtyřech letech drží nad úrovní 1 %. Abychom vhodně využívali cizí zdroje, měla by rentabilita vlastního kapitálu být vyšší než rentabilita celkového kapitálu, což je kromě roku 2001 splněno.

Tabulka 3.7: Ukazatelé rentability v jednotlivých letech v %

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
rentabilita celkových aktiv	0,44	0,87	0,10	0,02	1,43	1,23	1,03	1,61
rentabilita vlastního kapitálu	11,91	0,74	0,13	0,05	4,17	5,75	10,91	34,92

Zdroj: Vlastní

Celková zadluženost družstevní záložny má v posledních čtyřech letech rostoucí tendenci, kdy vzrostla z 93,8% na 96,5%. Vysokou míru zadluženosti VK lze přisuzovat specifickým finančním podnikání.

Tabulka 3.8: Ukazatelé zadluženosti v jednotlivých letech v %

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
celková zadluženost	96,3	96,2	97,4	98,2	93,8	95,6	95,5	96,5
finanční nezávislost	3,7	3,8	2,6	1,8	6,2	4,4	4,5	3,5
zadluženost VK	2615,8	2497,9	3799,8	5325,8	1522,1	2173,3	2111,2	2759,2
úrokové krytí	5,6	14,9	3,0	0,9	14,2	12,5	16,0	51,3

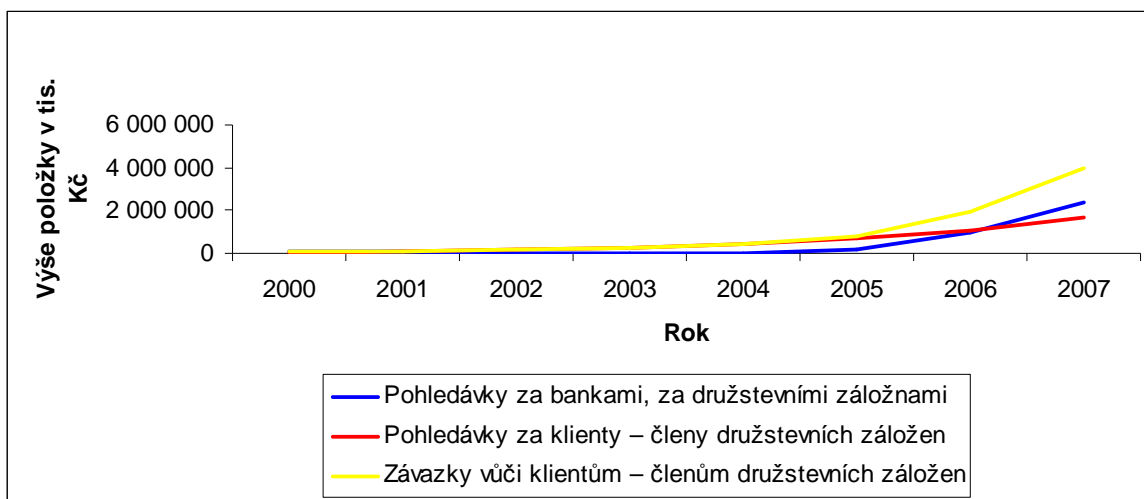
Zdroj: Vlastní

Mezi nejvýznamnější položky rozvahy Fio, družstevní záložny patří pohledávky za bankami a družstevními záložnami, pohledávky za klienty

a závazky vůči klientům. Jejich vývoj ukazuje graf 3.3. U všech těchto položek je možno zpozorovat výrazný rostoucí trend.

Pohledávky za bankami vzrostly za sedm let z 57 878 tis. Kč na 2 392 798 tis. Kč, což představuje průměrný roční nárůst o 70 %. Největší absolutní nárůst nastal v roce 2007, kdy tato položka vzrostla z 1 003 686 tis. Kč na 2 392 798 tis. Kč. Pohledávky za klienty byly v roce 2000 ve výši 2 103 tis. Kč, na konci roku 2007 byla jejich hodnota 1 714 033 tis. Kč, což vyjadřuje průměrný meziroční nárůst asi 65 %. K velkému nárůstu došlo také na straně závazků vůči klientům, které vzrostly meziročně v průměru o 74%, a to z 83 563 tis. Kč na 3 929 545 tis. Kč. Největší relativní nárůst nastal v roce 2005, kdy tyto závazky vzrostly z 447 951 tis. Kč na 821 163 tis. Kč.

Graf 3.3: Vývoj nejvýznamnějších položek rozvahy



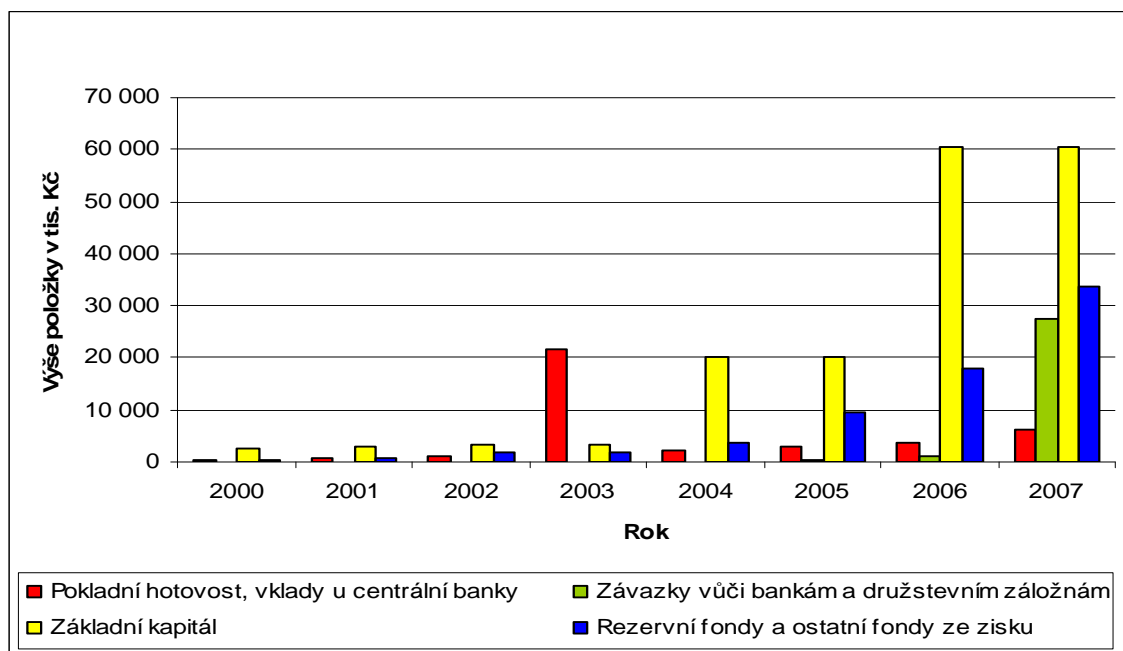
Zdroj: Vlastní

Mezi další položky rozvahy, které mají pravidelný charakter patří, pokladní hotovost a vklady u centrálních bank, základní kapitál, závazky vůči bankám a družstevním záložnám, rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku.

Základní kapitál se od roku 2000 zvýšil dvacetkrát, a to z 2 733 tis Kč na 60 306 tis. Kč. Pokladní hotovost a vklady u centrální banky mají rostoucí tendenci, k jedinému extrému došlo v roce 2003, kdy se pokladní hotovost

a vklady u centrálních bank pohybovaly ve výši 21 768 tis. Kč. V roce 2007 došlo také k výraznému nárůstu závazků vůči bankám a družstevním záložnám, kdy jejich hodnota činila 27 657 tis. Kč. Rezervní fond a ostatní fondy jsou doplňovány ze zisku a jejich výše v roce 2000 činila 299 tis. Kč a na konci roku 2007 bylo ve fondech 33 585 tis. Kč.

Graf 3.4: Vývoj ostatních položek rozvahy



Zdroj: Vlastní

Za celé sledované období dosahovala družstevní záložna zisku. Tabulka 3.9 uvádí velikost jednotlivých položek zisku. Protože se jedná o finanční instituce, tudíž provozní náklady nejsou kryty provozními výnosy, je po celé období provozní hospodářský výsledek ve ztrátě.

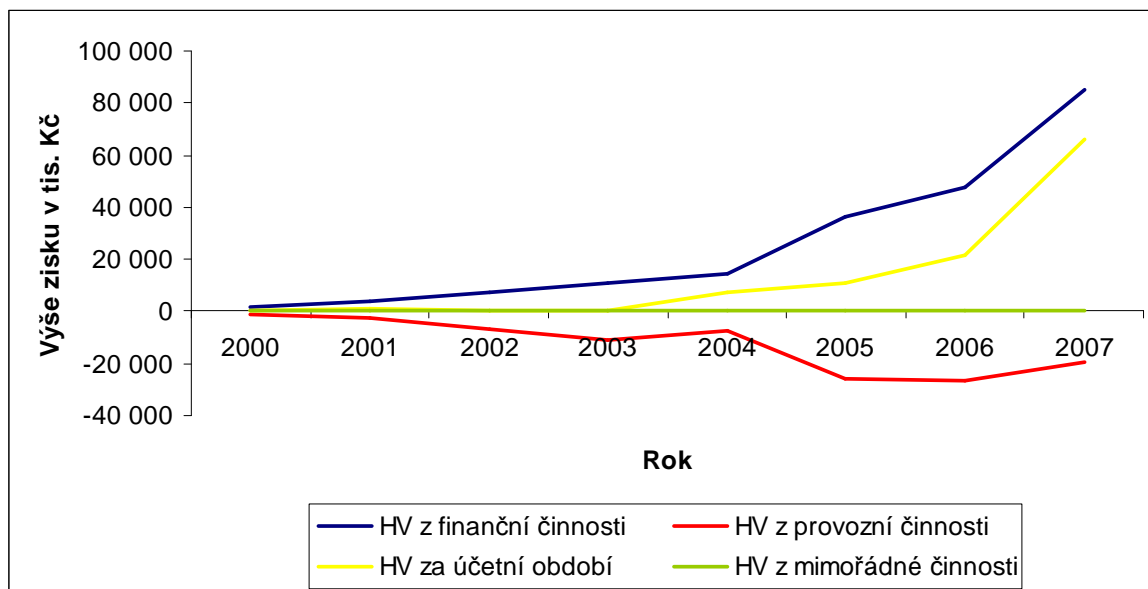
Tabulka 3.9: Velikost dílčích hospodářských výsledků v jednotlivých letech

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
HV z finanční činnosti	1 795	3 727	7 206	10 953	14 436	36 711	47 857	85 502
HV z provozní činnosti	-1 385	-2 649	-7 012	-10 888	-7 522	-26 056	-26 473	-19 219
HV z běžné činnosti	410	1 078	194	65	6 914	10 655	21 384	66 283
HV z mimořádné činnosti	0	-6	-2	0	156	0	0	0
HV za účetní období	410	1 072	192	65	7 070	10 655	21 384	66 283

Zdroj: Vlastní

S rozvojem družstevní záložny dochází i k růstu čistého zisku, který v roce 2007 činil 66 283 tis. Kč, což byl více než trojnásobný nárůst proti roku 2006. Na druhou stranu dochází také k nárůstu ztráty z provozní činnosti.

Graf 3.5: Vývoj jednotlivých složek zisku v letech 2000 až 2007



Zdroj: Vlastní

3.4 Finanční plán

Před sestavením finančního plánu je třeba rozdělit aktiva na provozně nutná a určit generátory hodnoty. V případě naší družstevní záložny se předpokládá, že všechna aktiva jsou provozně nutná.

Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu byl použit model CAPM. Nejprve bylo nutné pomocí vzorce (2.7) dopočítat β koeficient vlastního kapitálu u zadlužené firmy. Ten činil 2,232. Po dosazení do vzorce (2.6) vyšel náklad vlastního kapitálu 12,9 %.

Tabulka 3.10: Podklady pro výpočet nákladů vlastního kapitálu

R_e pomocí CAPM	0,129
beta vlastního kapitálu zadlužené firmy	2,232
beta vlastního kapitálu nezadlužené firmy	0,37
E (v tis. Kč)	144 266
D (v tis. Kč)	3 980 593
R_m	7,87%
R_f (státní dluhopis ČR)	3,80%
d	0,24

Zdroj: Vlastní

Při tvorbě finančního plánu vycházíme z účetních výkazů pro období 2000 – 2007. Predikce budoucích údajů je prováděna pro dvě fáze. První fáze je od roku 2008 do roku 2011, druhá fáze začíná v roce 2012 a pokračuje do nekonečna, přičemž předpokládáme nulové tempo růstu.

Při sestavování finančního plánu bylo využito několik postupů:

- odhad na základě vypořizovaného trendu,
- odhady pomocí váženého aritmetického průměru,
- odhady vázané na ekonomickou situaci,
- odhady pomocí meziročních indexů změn,
- stanovení fixní částky.

Kompletní finanční plán rozvahy a výkazu zisků a ztrát Fio, družstevní záložny je obsahem přílohy 4 a 5.

3.4.1 Plán aktiv

Při tvorbě plánu aktiv pro období 2008 – 2012 byly určovány tyto položky:

- pokladní hotovost, vklady u centrálních bank,
- pohledávky za bankami, za družstevními záložnami,
- pohledávky za klienty – členy družstevních záložen,
- dlouhodobý hmotný majetek,

- dlouhodobý nehmotný majetek,
- ostatní aktiva.

Největší podíl na aktivech má položka pohledávky za klienty – členy družstevních záložen. Tato položka byla odhadována jako poměr k závazkům vůči klientům, který byl stanoven na 0,55 jako vážený průměr historických dat po vyloučení extrémních hodnot.

Pohledávky za bankami, za družstevními záložnami mají rostoucí trend. Ten byl při stanovení koeficientů růstu zachován, došlo, ale k postupnému snižování rychlosti růstu. Částky v jednotlivých letech byly určeny pomocí koeficientu 1,16; 1,08; 1,07; 1,06 a 1,05.

Pokladní hotovost, vklady u centrálních bank mají rostoucí trend. Kvůli velkému růstu objemu závazků byt stanoven meziroční nárůst této položky na dvojnásobek.

Družstevní záložna nemá žádný hmotný a nehmotný majetek. Vzhledem k jejímu výraznému rozvoje, je předpoklad, že budoucnu nakoupí vlastní prostory, ve kterých bude působit, proto byly do finančního plánu přidány investice do těchto částí majetku.

Ostatní pasiva jsou určena jako vyrovnávací položka strany aktiv, aby bylo dosaženo bilanční rovnosti.

3.4.2 Plán pasiv

Na straně pasiv bylo třeba stanovit tyto položky:

- závazky vůči bankám, družstevním záložnám,
- závazky vůči klientům – členům družstevních záložen,
- ostatní pasiva,
- rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku,
- základní kapitál.

Nejvýznamnější položkou pasiv jsou závazky vůči klientům – členům družstevních záložen. Tato položka má rostoucí trend. Ten byl při stanovení koeficientů růstu zachován, došlo, ale k postupnému snižování rychlosti růstu. Částky v jednotlivých letech byly určeny pomocí koeficientu 1,21; 1,18; 1,12; 1,08 a 1,03.

Základní kapitál byl dvakrát navýšen, a to v roce 2009 na 75 000 tis. Kč a v roce 2012 na 85 000 tis. Kč.

S rozvojem družstevní záložny bylo stanoveno, že i položka závazky vůči bankám, družstevním záložnám bude mít rostoucí trend. Protože ale časová řada na vykázání konkrétního trendu byla příliš krátká, byla tato položka v každém roce navýšena o 15 000 tis. Kč.

Při odhadu rezervních fondů a ostatních fondů se vycházelo z předpokladu, že do nich bude družstevní záložna i nadále odvádět veškerý zisk, který v předchozím roce vytvoří.

Ostatní pasiva tvořila vyrovnávací položku na straně pasiv.

3.4.3 Plán výkazu zisků a ztrát

Odhadovanými položkami výkazu zisků a ztrát jsou:

- úrokové výnosy,
- nákladové úroky,
- výnosy z poplatků a provizí,
- náklady na poplatky a provize,
- ostatní provozní náklady,
- správní náklady,
- odpisy, tvorba a použití rezerv a opravných položek k dlouhodobému hmotnému a nehmotnému majetku,
- odpisy, tvorba a použití opravných položek a rezerv k pohledávkám a zárukám.

Výnosy z úroků jsou navázány na objem pohledávek družstevní záložny. Ty jsou totiž vázány na objem poskytnutých úvěrů a tedy objemu pohledávek. Po vyloučení extrémních hodnot byla v minulosti průměrná výše úrokové sazby 10%, a proto je tato sazba zachována i pro stanovení finančního plánu

Náklady na úroky vychází z objemu závazků družstevní záložny. Jedná se o úroky z přijatých vkladů. Po vyloučení extrémních hodnot byla v minulosti průměrná výše úrokové sazby 7%, a proto je tato sazba zachována i pro stanovení finančního plánu.

Odhad položek výnosy z poplatků a provizí a náklady na poplatky a provize se provádí v souvislosti s vývojem položky výnosy z úroků, resp. náklady na úroky, a to pomocí poměru mezi nimi. Ten byl určen jako průměr minulých poměrů mezi těmito dvěma položkami. Hodnota nákladů na poplatky a provize je tedy určována jako 0,07 násobek nákladů na úroky a hodnota výnosů z poplatků a provizí je 0,11 násobek výnosů z úroků.

Správní náklady jsou velice těžko odhadnutelné a nevykazují žádný trend. Byly stanoveny na úrovni 20 % z HV z finančních operací.

Odpisy, tvorba a použití rezerv a opravných položek k dlouhodobému hmotnému a nehmotnému majetku budou určeny podle výše odpisové sazby pořízeného majetku.

Z údajů o ostatních provozních nákladech, nelze určit žádný trend, jsou tedy odhadovány na úrovni průměru minulých hodnot, tj. 638 tis. Kč.

Položka odpisy, tvorba a použití rezerv a opravných položek k pohledávkám a zárukám nevykazuje žádný trend, lze tedy předpokládat, že se tato položka bude pohybovat v podobné výši jako v minulosti.

Výslednou položkou výkazu zisků a ztrát je plánovaný zisk nebo ztráta, která se promítá do rozvahy na stranu pasiv.

3.5 Ocenění Fio, družstevní záložny

Ocenění družstevní záložny bude provedeno k 1. lednu 2008 čtyřmi výnosovými metodami. Půjde o paušální a analytickou variantu metody kapitalizovaných zisků, a o dvě varianty metody diskontovaných cash flow.

3.5.1 1. varianta metoda diskontovaných cash flow¹¹

Pro výpočet hodnoty firmy je použita dvoufázová metoda podle vzorce (2.1). První fází je období od roku 2008 do 2011. Období od roku 2012 do nekonečna představuje druhou fázi. Diskontním faktorem jsou náklady vlastního kapitálu ve výši 12,9 %. Předpokládáme, že tempo růstu g je nulové. Postup výpočtu zachycuje tabulka 3.11.

Tabulka 3.11: Postup výpočtu 1. varianty metody diskontovaných cash flow

	První fáze					Druhá fáze
	2008	2009	2010	2011		2012
korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních (ZP)	132 729	151 811	164 647	171 815		178 672
+ odpisy	1 900	8 600	9 100	8 800		11 600
+ ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů	0	0	0	0		0
- investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného	0	0	0	0		0
- investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného	0	150 000	100 000	50 000		30 000
FCF na úrovni podnikatelské jednotky	134 629	10 411	73 747	130 615		160 272
+ saldo bankovních úvěrů a vkladů	15 000	15 000	15 000	15 000		15 000
FCFE	149 629	25 411	88 747	145 615		175 272
t	1	2	3	4	T	
1+r_e	1,129	1,129	1,129	1,129	1+r_e	1,129
(1+r_e)^{-t}	0,8857	0,7845	0,6949	0,6155	(1+r_e)^{-T}	0,6155
FCFC(1+r_e)^t	132 532	19 936	61 670	89 625	PH	1 358 698
Hodnota první fáze				303 763	Hodnota druhé fáze	836 271
H						1 140 034

Zdroj: Vlastní

¹¹ Podle M. Maříka (2003)

Prvním krokem bylo určení výše FCFE v jednotlivých letech pomocí vzorce (2.3). Hodnota podniku v první fázi je 303 763 tis. Kč. Dále byla stanovena hodnota pro druhou fázi, která činí 836 271 tis. Kč. Celková hodnota vlastního kapitálu je na úrovni 1 140 034 tis. Kč.

3.5.2 2. varianta metody diskontovaných cash flow¹²

U této varianty byl postup výpočtu stejný jako u předchozí. Rozdíl je ve způsobu výpočtu FCFE. Pro výpočet FCFE pro finanční instituce je použit vzorec (2.2). Postup výpočtu je uveden v tabulce 3.12.

Tabulka 3.12: Postup výpočtu 2. varianty metody diskontovaných cash flow

	První fáze					Druhá fáze
	2008	2009	2010	2011		2012
+ čistý úrokový výnos	179 484	211 575	221 410	232 064		244 960
+ výnosy z cenných papírů	0	0	0	0		0
+ čisté výnosy z poplatků a provizí	33 176	39 145	42 153	44 775		46 805
+ zisk z finančních operací	528	-1 968	2 695	105		-739
- všeobecné provozní náklady	43 276	50 388	53 890	56 027		58 843
- tvorba rezerv a opravných položek	1 900	8 600	11 000	12 000		14 100
+ použití rezerv a opravných položek	0	0	1 900	3 200		2 500
- daň z příjmu	35 283	37 953	38 621	40 302		41 911
Čistý peněžní příjem	132 729	151 811	164 647	171 815		178 672
- kapitálové požadavky na základě kapitálové přiměřenosti	0	0	0	0		0
- předpokládané investice nutné k zajištění požadovaného růstu zisku	0	150 000	120 000	50 000		35 000
+ saldo bankovních vkladů a úvěrů	15 000	15 000	15 000	15 000		15 000
Disponibilní peněžní příjem pro majitele (FCFE)	147 729	16 811	59 647	136 815		158 672
t	1	2	3	4	T	4
1+r_e	1,129	1,129	1,129	1,129	1+r_e	1,129
(1+r_e)^{-t}	0,8857	0,7845	0,6949	0,6155	(1+r_e)^{-T}	0,6155
FCFE(1+r_e)^t	130 849	13 189	41 448	84 209	PH	1 230 016

¹² Podle M. Hrdého (2005)

Hodnota první fáze	269 695	Hodnota druhé fáze	757 068
H	1 026 763		

Zdroj: Vlastní

Výsledná hodnota první fáze je 269 695 tis. Kč a pokračující hodnota je 757 068 tis. Kč. Celková hodnota vlastního kapitálu se rovná součtu hodnot obou fází, tj. 1 026 763 tis. Kč.

3.5.3 Metoda kapitalizovaných čistých zisků

Jako druhý typ ocenění bylo zvolena metoda kapitalizovaných čistých zisků, kdy je čistý výnos odvozován z upravených výsledků hospodaření.

3.5.3.1 Paušální metoda

Při výpočtu hodnoty firmy pomocí paušální hodnoty se vychází z předpokladu, že subjekt bude v budoucnu dosahovat alespoň takových výnosů, jakých dosahoval v minulosti. Vychází se tedy ze skutečných dat z účetních výkazů. Postup výpočtu hodnoty vlastního kapitálu ukazuje tabulka 3.11.

Tabulka 3.13: Postup výpočtu hodnoty vlastního kapitálu paušální metodou

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
čistý výnos	410	1 072	192	65	6 011	8 301	15 734	50 375
váhy	1	2	3	4	5	6	7	8
vážený čistý výnos	410	2 144	576	260	30 055	49 806	110 138	403 000
trvale odnímatelný čistý výnos								16 566
r_e								0,129
H								128 421

Zdroj: Vlastní

Ze zisků v období 2000 – 2006 je vypočítán podle vzorce (2.10) odnímatelný výnos jako vážený průměr těchto výnosů. Váhy vyjadřují, jak je významný daný minulý zisk pro odhad trvale odnímatelného čistého výnosu. Váhy byly stanoveny

ve výši 1 – 8. Nejstaršímu údaji z roku 2000 byla přiřazena nejnižší váha a nejnovějšímu z roku 2007 nejvyšší.

Trvale odnímatelný výnos je ve výši 16 566 tis. Kč a diskontním faktorem jsou náklady vlastního kapitálu r_e , které jsou ve výši 12,9 %. Při dosazení do vzorce (2.11) je hodnota vlastního kapitálu družstevní záložny ve výši 128 421 tis. Kč.

3.5.3.2 Analytická metoda

Při aplikaci analytické metody je výnosové ocenění postaveno na základě prognózy budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování. Při objektivizovaném ocenění vycházíme z řady odnímatelných čistých výnosů, tj. skutečných, účetní politikou co nejméně ovlivněných budoucích výsledků hospodaření, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podniku. Postup výpočtu ukazuje tabulka 3.12.

Tabulka 3.14: Postup výpočtu hodnoty vlastního kapitálu analytickou metodou

	První fáze					Druhá fáze
	2008	2009	2010	2011		2012
t	1	2	3	4	T	4
ČV	132 729	151 811	164 647	171 815	TČV	178 672
r_e	0,129	0,129	0,129	0,129	r_e	0,116
$1+r_e$	1,129	1,129	1,129	1,129	$1+r_e$	1,116
$(1+r_e)^{-t}$	0,8857	0,7845	0,6949	0,6155	$(1+r_e)^T$	1,5512
$ČV(1+r_e)^{-t}$	117 563	119 101	114 412	105 751	$r_e(1+r_e)^T$	0,1799
H první fáze				456 828	H druhé fáze	992 983
H						1 449 810

Zdroj: Vlastní

Při stanovení hodnoty družstevní záložny vycházíme z odhadovaných čistých výnosů pro období 2008 – 2012, které jsou diskontovány náklady vlastního kapitálu r_e ve výši 12,9%. Je použita dvoufázová metoda (2.9), kdy období 2008 – 2011 představuje první fázi a odhadované výsledky pro rok 2012 pokračující hodnotu pro druhou fázi.

Hodnota první fáze je 456 828 tis. Kč a druhé 992 983 tis. Kč. Celková hodnota družstevní zálohy pak činí 1 449 810 tis. Kč.

3.5.4 Porovnání výsledků

K ocenění družstevní zálohy byly použity čtyři výnosové metody: metoda DCF pro 2 varianty výpočtu FCFE a paušální a analytická varianta metody kapitalizovaných zisků. Výsledky zachycuje tabulka 3. 11.

Tabulka 3.15 : Výsledné hodnoty podle jednotlivých metod

Použitá metoda		Tržní hodnota vlastního kapitálu (tis. Kč)
Metoda diskontovaných peněžních toků	1. varianta	1 140 034
	2. varianta	1 026 763
Metoda kapitalizovaných čistých zisků	analytická	1 449 810
	paušální	128 421
Účetní hodnota vlastního kapitálu		144 266

Zdroj: Vlastní

Při výpočtu hodnoty vlastního kapitálu metodou kapitalizovaných zisků, došlo k velkému rozdílu mezi výsledky jednotlivých variant. Paušální verzi činí hodnota vlastního kapitálu 128 421 tis. Kč a u analytické verze dosahuje 1 439 810 tis. Kč. To je způsobeno metodikou výpočtu, kdy při paušální metodě se vychází z historických dat a předpokládá se, že v budoucnu bude subjekt dosahovat stejných výsledků jako v minulosti. U analytické se určuje hodnota na základě predikovaných údajů, u kterých počítáme s růstem družstevní zálohy.

Rozdílnost výsledků mezi jednotlivými variantami metody diskontovaných peněžních toků je způsobena jednak odlišnou postupem a rozdílnými položkami, které jsou v obou metodách zohledňovány. Důvodem také může být to, že první varianta se používá pro oceňování výrobních podniků zatímco druhá je přímo upravena pro účely finančních institucí.

Odlišnost mezi hodnotami určenými metodami diskontovaných peněžních toků a metodami kapitalizovaných čistých zisků je způsobena rozdílností položek,

ze kterých při výpočtu vycházíme. U metody kapitalizovaných zisků jsou základem výpočtu predikované výnosy v jednotlivých letech, u metod diskontovaných peněžních toků vycházíme z predikce peněžních toků.

Pokud pomineme paušální variantu metody kapitalizovaných peněžních toků, která z důvodu rozvoje naší družstevní záložny není příliš relevantní (vychází z historických dat), výsledná tržní hodnota se pohybuje v intervalu mezi 1 026 763 tis Kč a 1 449 810 tis. Kč.

Závěr

Oceňování je komplexní činnost. Určení správné hodnoty oceňovaného subjektu závisí na účelu ocenění, na znalostech z oblasti účetnictví, financí, ekonomické situace a také na schopnostech a zkušenostech osoby nebo skupiny osob, která ocenění provádí. Jedná se tedy o velice složitou disciplínu, která závisí na velkém množství subjektivních faktorů. Proto je hlavním zásadou při oceňování dosažení co nejobjektivnějšího výsledku.

Cílem diplomové práce bylo stanovení hodnoty Fio, družstevní záložny pomocí vybraných metod a následné porovnání výsledků. Diplomová práce je členěna do tří základních kapitol.

První kapitola byla věnována charakteristice jednotlivých druhů finančních institucí a vysvětlení pojmu hodnota.

Druhá kapitola popisuje postup oceňování a charakteristiku jednotlivých metod, na jejichž základě byly vybrány čtyři metody, které byly použity v aplikační části.

Třetí kapitola tvoří aplikační část diplomové práce. Jejím obsahem bylo samotné ocenění družstevní záložny. Celý proces ocenění začínal strategickou analýzou finančního trhu, jejímž smyslem bylo charakterizovat trh, na kterém finanční záložna působí a pokusit se odhadnout jeho vývoj do budoucna. Dalším krokem byla finanční analýza Fio, družstevní záložny, jejímž smyslem bylo zhodnotit finanční situaci oceňovaného subjektu. Na základě těchto analýz byl sestaven finanční plán, který poskytuje potřebná data pro ocenění.

Vybranými metodami pro ocenění byla metoda diskontovaných peněžních toků pro dvě varianty výpočtu FCFE a dvě varianta metody kapitalizovaných čistých zisků. Jako výsledek byla získána tržní hodnotu vlastního kapitálu této družstevní záložny, která by se měla pohybovat v intervalu mezi 1 026 763 tis. Kč a 1 449 810 tis. Kč

Seznam použité literatury

a) knihy

COPELAND, T., KOLLER T., MURIN, J. *Valuation measuring and managing the value of companies*. 2nd ed. New York: Wiley, 1994. 558 s. ISBN 0-471-00993-8.

DLUHOŠOVÁ, D. a kol. *Nové přístupy a finanční nástroje ve finančním rozhodování*. Ostrava: VŠB – Technická universita, 2004. 640 s. ISBN 80-248-0669-X.

HRDÝ, M. *Oceňování finančních institucí*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s, 2005. 216 s. ISBN 80-247-0938-4.

HRDÝ, M. *Oceňování nebankovních finančních institucí*. In: Sborník z mezinárodní konference – Metodické problémy oceňování podniku. Praha: VŠE, 2004. ISBN 80-245-0738-2.

KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. 304 s. ISBN 80-7979-227-6.

MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku : Proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.

VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1997. 247 s. ISBN 80-901991-6-X.

VALACH, J. *Finanční řízení podniku: zakládání podniku, finanční analýza, oběžný majetek, plánování, zdroje a formy financování, investiční rozhodování, hospodářský výsledek, oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.

b) internetové zdroje

1 – 12/2007 *Vývoj pojistného trhu* [online].2007 [cit. 2008-02-10]. Dostupný z WWW:

<http://verejny.cap.cz/Zpravy.aspx?list=DOKUMENTY_02&zobrazeni=pro%20web%20pravideln%C3%A9%20ro%C4%8Dn%C3%AD%20statistiky>.

Historie družstevních záložen [online]. 2007 [cit. 2008-02-20]. Dostupný z WWW: <<http://www.finance.cz/bankovnictvi/informace/druzstevni-zalozny/historie/>>.

Janda, P. *Družstevní záložny: Pro koho a „za kolik“* [online]. 2007 [cit. 2008-03-10]. Dostupný z WWW: <<http://www.mesec.cz/clanky/druzstevni-zalozny-pro-koho-a-za-kolik/>>.

Makroekonomické údaje [online]. 2007 [cit. 2008-02-20]. Dostupný z WWW: <<http://www.czso.cz/>>.

Návrh státního závěrečného účtu České republiky za rok 2006 [online]. 2007 [cit. 2008-03-10]. Dostupný z WWW: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/SZU2006_I_pdf.pdf>.

Průvodce světem leasingu [online]. 2007 [cit. 2008-02-10]. Dostupný z WWW: <<http://www.finance.cz/leasing/informace/pruvodce/>>.

Seznam činných družstevních záložen [online]. 2007 [cit. 2008-02-10]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/dohled_fin_trh/dohled_dz/dz_seznam/dz/>.

Singer, M. *Integrace dohledu nad finančním trhem a hlavní trendy finančního sektoru* [online]. 2007 [cit. 2008-02-10]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projev_y/download/singer_20070613_integrace_dohledu.pdf>.

Zpráva o výkonu dohledu nad finančním trhem 2006 [online]. 2007 [cit. 2008-02-10]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_fin_trh/dnft_zpravy/download/dnft_2006_cz.pdf>.

Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2006 [online]. 2007 [cit. 2008-02-10]. Dostupný z WWW: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Zprava_o_vyvoji_financniho_trhu_v_roce_2006_pdf.pdf>..

Seznam zkratek

A	celková aktiva
a.s.	akciová společnost
APF ČR	Asociace penzijních fondů České republiky
apod.	a podobně
APV	upravená současná hodnota
C	celkový kapitál
CAPM	Capital Assets Pricing Model
CP	cenný papír
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
ČV	čistý výnos
D	cizí zdroje
DCF	diskontované cash flow
E	vlastní kapitál
$E(r_M)$	očekávaný tržní výnos
EAT	čistý zisk
EBIT	výsledek hospodaření před zdaněním a odečtením úroků
EU	Evropská unie
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FCF	volné cash flow
FCFE	volné peněžní toky pro majitele
FCFF	volné peněžní toky firmy
g	tempo růstu
HDP	hrubý domácí produkt
HDP	hrubý domácí produkt
H_n	hodnota
Kč	korun českých
mil	milion
mld.	miliarda
MVA	tržní přidaná hodnota

např.	například
NOA	čistá operativní aktiva
nom.	Nominální
NOPAT	čistý operativní zisk
P/E	
P/E	hodnota P/E (cena cenného papíru/zisk cenného papíru)
PH	pokračující hodnota
q	váha
r_d	náklady cizího kapitálu
r_e	náklady vlastního kapitálu
resp.	respektive
r_{fin}	přirážka za finanční riziko
r_l	přirážka za sníženou likviditu
r_o	přirážka za obchodní riziko
ROA	rentabilita aktiv
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROI	rentabilita celkového kapitálu
SPAD	Systém pro Podporu trhu Akcií a Dluhopisů
T	délka první fáze
t	jednotlivé roky
t	sazba daně z příjmů
TČV	trvale odnímatelný čistý výnos
tis.	tisíc
tj.	to je
tj.	to je
tzň.	to znamená
tzv.	takzvaný
USA	Spojené státy americké
VH	výsledek hospodaření
WACC	vážené průměrné náklady kapitálu

Prohlášení o využití výsledků diplomové (bakalářské) práce

Prohlašuji, že

- byl(a) jsem seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou (bakalářskou) práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo,
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně ke své vnitřní potřebě diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3),
- souhlasím s tím, že jeden výtisk diplomové (bakalářské) práce bude uložen v Ústřední knihovně VŠB-TUO k prezenčnímu nahlédnutí a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že údaje o diplomové (bakalářské) práci, obsažené v Záznamu o závěrečné práci, umístěném v příloze mé diplomové (bakalářské) práce, budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO,
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona,
- bylo sjednáno, že užít své dílo – diplomovou (bakalářskou) práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne

.....
jméno a příjmení

studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

.....

Seznam příloh

Příloha 1: Rozvaha Fio, družstevní záložny 2000 – 2007

Příloha 2: Výkaz zisků a ztrát Fio, družstevní záložny 2000 – 2007

Příloha 3: Seznam družstevních záložen

Příloha 4: Plán aktiv a pasiv 2008 – 2012

Příloha 5: Plán výkazu zisků a ztrát 2008 – 2012

Příloha 1: Rozvaha Fio, družstevní záložny 2000 – 2007 (údaje v tis. Kč)

Aktiva	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Pokladní hotovost, vklady u centrální banky	432	663	1 164	21 768	2 202	2 817	3 668	6 377
Státní bezkupónové dluhopisy a ostatní cenné papíry přijímané centrální bankou k refinancování	0	0	0	0	0	0	0	0
Pohledávky za bankami, za družstevními záložnami	57 878	72 514	2 485	2 580	2 602	184 519	1 003 686	2 392 798
Pohledávky za klienty – členy družstevních záložen	2 103	50 389	197 183	242 122	462 798	678 417	1 067 688	1 714 033
Dluhové cenné papíry	0	0	0	0	0	0	0	0
Akcie, podílové listy a ostatní podíly	0	0	0	0	0	0	0	0
Účasti s podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0	0	0
Účasti s rozhodujícím vlivem	30 647	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0
Oprávky K DNHM majetku								
Dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0
Oprávky k DHM majetku								
Ostatní aktiva	2 417	248	126	3 787	122	1 609	1 075	11 651
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0	0	0	0
Náklady a příjmy příštích období	0	0	0	21 000	14 700	9	0	0
C E L K E M	93 477	123 814	200 958	291 257	482 424	867 371	2 076 117	4 124 859

Pasiva	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Závazky vůči bankám a družstevním záložnám	0	0	0	0	0	215	1 062	27 657
Závazky vůči klientům – členům družstevních záložen	83 563	113 388	178 734	248 743	447 951	821 163	1 972 366	3 929 545
Závazky z dluhových cenných papírů	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní pasiva	4 972	4 160	7 071	9 646	4 732	7 839	8 798	23 391
Výnosy a výdaje příštích období	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezervy	0	0	0	0	0	0	0	0
Podřízené závazky	0	0	0	0	0	0	0	0
Základní kapitál	2 733	2 985	3 180	3 330	20 191	20 303	60 306	60 306
Emisní ažio	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	299	299	299	299	1 800	1 800	1 800	1 800
Rezervní fond na nové ocenění	0	0	0	0	0	0	0	0
Kapitálové fondy	0	0	8 500	26 000	0	0	0	0
Oceňovací rozdíly	0	0	0	0	0	0	0	0
Ner. zisk nebo neuhr. ztráta z předchozích období	1 500	1 500	1 500	1 500	0	0	0	0
Zisk nebo ztráta za účetní období	0	0	0	0	0	0	0	0
C E L K E M	93 067	122 332	199 284	289 518	474 674	851 320	2 044 332	4 042 699

Příloha 2: Výkaz zisků a ztrát Fio, družstevní záložny 2000 – 2007 (v tis. Kč)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Výnosy z úroků a podobné výnosy	9 020	9 460	11 913	26 046	62 076	119 304	178 143	195 764
Náklady na úroky a podobné náklady	-7 380	-7 245	-6 362	-7 182	-48 585	-85 412	-133 597	-129 172
Výnosy z akcií a podílů	0	16	0	0	0	0	0	0
Výnosy z poplatků a provizí	313	1 679	3 799	7 240	2 181	7 726	2 590	19 419
Náklady na poplatky a provize	-158	-228	-2 141	-11 087	-190	-985	-261	-644
Čistý zisk nebo ztráta z finančních operací	0	45	-3	-4 064	-1 046	-3 922	982	135
HV z finanční činnosti	1 795	3 727	7 206	10 953	14 436	36 711	47 857	85 502
Ostatní provozní výnosy	0	0	0	9	1	0	0	40
Ostatní provozní náklady	-448	-484	-1 809	417	-596	-617	-1 541	-28
Správní náklady	-937	-2 165	-3 186	-9 462	-9 393	-22 630	-11 395	-16 731
Rozpuštění rezerv a opr. pol. k dlouh. hmot. a nehmotnému	0	0	0	1 986	0	0	0	0
Odpisy, tvorba a použití rezerv a opr. pol. k dl. hm. a nehm. majetku	0	0	0	0	0	0	-11 900	0
Použití opr. pol. a rezerv k pohl. a zárukám, výnosy z dříve odepsaných pohl.	0	0	0	1 178	0	0	0	0
Odpisy, tvorba a použití oprav. pol. a rezerv k pohledávkám a zárukám	0	0	-2 017	-5 016	2 466	-2 809	-1 637	-2 500
Rozpuštění opr. pol. k účastem s rozhod. a podst. vlivem	0	0	0	0	0	0	0	0
Ztráty z přev. úč. s rozh. a podst. vl., tvorba a použ. opr. pol. k úč. s roz. a pod. vl.	0	0	0	0	0	0	0	0
Rozpuštění ostatních rezerv	0	0	0	0	0	0	0	0
Tvorba a použití ostatních rezerv	0	0	0	0	0	0	0	0
Podíl na ziscích nebo ztrátách účastí s rozhod. nebo podst. vlivem	0	0	0	0	0	0	0	0
HV z provozní činnosti	-1 385	-2 649	-7 012	-10 888	-7 522	-26 056	-26 473	-19 219
Zisk nebo ztr. za úč. období z běžné činnosti před zdaněním	410	1 078	194	65	6 914	10 655	21 384	66 283
Mimořádné výnosy	0	0	0	0	156	0	0	0
Mimořádné náklady	0	-6	-2	0	0	0	0	0
Zisk nebo ztráta za účetní období z mimořádné činnosti před zdaněním	0	-6	-2	0	156	0	0	0
Daň z příjmů	0	0	0	0	-1 059	-2 354	-5 650	-15 908
Zisk nebo ztráta za účetní období po zdanění	410	1 072	192	65	6 011	8 301	15 734	50 375

Příloha 3: Seznam družstevních záložen (počet klientů a vklady k 31. 4. 2006

Záložna	Sídlo	Člen ADZ	Počet klientů	Závazky vůči členům (v tis. Kč)
1. investiční záložna - spořitelní a úvěrní družstvo	Ostrava	ANO	139	33 883
1. TZ, družstevní záložna	Třebíč	ANO	1 717	199 945
České národní spořitelní družstvo	Brno	NE		
České spořitelní družstvo	Roztoky	NE		
Družstevní záložna Kredit	Praha	ANO	95	27 393
Družstevní záložna PSD	Praha	ANO	158	346 631
Fio, družstevní záložna	Praha	ANO	3 833	993 758
Komerční spořitelní a úvěrní družstvo DOMOV	Praha	ANO	5 800	5 800
Metropolitní spořitelní družstvo, zkratka MSD	Brno	ANO	380	100 008
Moravský Peněžní Ústav - spořitelní družstvo	Zlín	ANO	2 282	723 290
Peněžní dům, spořitelní družstvo	Uherské Hradiště	ANO	1 083	41 105
Podnikatelská družstevní záložna	Praha	NE		
Prague Credit Union, spořitelní družstvo	Praha	ANO	124	13 598
Privátní Peněžní Ústav - úvěrní družstvo	Praha	ANO	217	599 467
Spořitelní a úvěrní družstvo Royal Savings and Loans	Praha	NE		
UNIBON - spořitelní a úvěrní družstvo	Ostrava	ANO	111	557 623
Úvěrní družstvo PDW, Praha	Praha	ANO	305	50 235
Vinohradská vzájemná družstevní záložna	Praha	ANO	75	30
Vojenská družstevní záložna	Praha	ANO	2 874	119 923
WPB Capital, spořitelní družstvo	Praha	ANO	323	173 225

Příloha 4: Plán aktiv a pasiv 2008 – 2012 (v tis. Kč)

Aktiva	2008	2009	2010	2011	2012
Pokladní hotovost, vklady u centrální banky	12 754	25 508	51 016	102 032	204 064
Státní bezkupónové dluhopisy a ostatní cenné papíry přijímané centrální bankou k refinancování	0	0	0	0	0
Pohledávky za bankami, za družstevními záložnami	2 775 646	2 997 698	3 207 537	3 399 989	3 569 988
Pohledávky za klienty – členy družstevních záložen	2 377 375	3 085 832	3 456 132	3 732 622	3 844 601
Dluhové cenné papíry	0	0	0	0	0
Akcie, podílové listy a ostatní podíly	0	0	0	0	0
Účasti s podstatným vlivem	0	0	0	0	0
Účasti s rozhodujícím vlivem	0	0	0	0	0
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	20 000	20 000	25 000
Oprávky K DNHM majetku			-6 000	-6 000	-7 500
Dlouhodobý hmotný majetek	0	150 000	250 000	300 000	330 000
Oprávky k DHM majetku		-3 000	-5 000	-6 000	-6 600
Ostatní aktiva	19 579	17 000	15 133	120 229	108 730
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
Náklady a příjmy příštích období	0	0	0	0	0
AKTIVA CELKEM	5 185 354	6 273 038	6 988 818	7 662 872	8 068 283

Pasiva	2008	2009	2010	2011	2012
Závazky vůči bankám a družstevním záložnám	42 657	62 657	77 657	92 657	107 657
Závazky vůči klientům – členům družstevních záložen	4 754 749	5 610 604	6 283 876	6 786 586	6 990 184
Závazky z dluhových cenných papírů	0	0	0	0	0
Ostatní pasiva	110 953	158 006	22 212	7 925	7 411
Výnosy a výdaje příštích období	0	0	0	0	0
Rezervy	0	0	0	0	0
Podřízené závazky	0	0	0	0	0
Základní kapitál	60 306	75 000	75 000	75 000	85 000
Emisní ažio	0	0	0	0	0
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	83 960	216 689	366 771	530 073	700 704
Rezervní fond na nové ocenění	0	0	0	0	0
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíly	0	0	0	0	0
Ner. zisk nebo neuhr. ztráta z předchozích období	0	0	0	0	0
Zisk nebo ztráta za účetní období	132 729	150 082	163 302	170 631	177 327
PASIVA CELKEM	5 185 354	6 273 038	6 988 818	7 662 872	8 068 283

Příloha 5: Plán výkazu zisků a ztrát 2008 – 2012 (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Výnosy z úroků a podobné výnosy	515 302	608 353	666 367	713 261	741 459
Náklady na úroky a podobné náklady	-335 818	-397 128	-445 307	-481 547	-496 849
Výnosy z akcií a podílů	0	0	0	0	0
Výnosy z poplatků a provizí	56 683	66 919	73 300	78 459	81 560
Náklady na poplatky a provize	-23 507	-27 799	-31 171	-33 708	-34 779
Čistý zisk nebo ztráta z finančních operací	528	-1 968	2 695	105	-739
HV z finanční činnosti	213 188	248 377	265 884	276 570	290 652
Ostatní provozní výnosy	0	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	-638	-2 500	-2 000	-1 800	-2 000
Správní náklady	-42 638	-49 675	-53 177	-55 314	-58 130
Rozpuštění rezerv a opr. pol. k dlouh. hmot. a nehmotnému	0	0	0	0	0
Odpisy, tvorba a použití rezerv a opr. pol. k dl. hm. a nehm. majetku	0	-3 000	-11 000	-12 000	-14 100
Použití opr. pol. a rezerv k pohledávkám a zárukám, výnosy z dříve odepsaných pohledávek	0	0	0	0	0
Odpisy, tvorba a použití oprav. pol. a rezerv k pohledávkám a zárukám	-1 900	-5 600	1 900	3 200	2 500
Rozpuštění opr. pol. k účastem s rozhod. a podst. vlivem	0	0	0	0	0
Ztráty z přev. úč. s rozh. a podst. vl., tvorba a použ. opr. pol. k úč. s roz. a pod. vl.	0	0	0	0	0
Rozpuštění ostatních rezerv	0	0	0	0	0
Tvorba a použití ostatních rezerv	0	0	0	0	0
Podíl na ziscích nebo ztrátách účastí s rozhod. nebo podst. vlivem	0	0	0	0	0
HV z provozní činnosti	-45 176	-60 775	-64 277	-65 914	-71 730
Zisk nebo ztr. za úč. období z běžné činnosti před zdaněním	168 012	187 602	201 607	210 656	218 922
Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
Zisk nebo ztráta za účetní období z mimořádné činnosti před zdaněním	0	0	0	0	0
Daň z příjmů	-35 283	-37 520	-38 305	-40 025	-41 595
Zisk nebo ztráta za účetní období po zdanění	132 729	150 082	163 302	170 631	177 327